



BANQUE ROYALE
DU CANADA

Services économiques —
Gestion des risques

Coup d'œil le secteur des services financiers

Analyse détaillée de l'évolution du secteur
des services financiers au Canada

Octobre 1999

Derek Holt

Économiste principal

(416) 974-6192

derek.holt@royalbank.com

Accessible par Internet à

www.banqueroyale.com/economie

Rapport spécial...

Les effets de la retraite sur les marchés immobiliers

De nombreux auteurs et commentateurs affirment avec force que le passage en masse à la retraite qui pointe à l'horizon poussera les retraités, désormais privés de la totalité ou presque de leurs revenus, à entamer le patrimoine accumulé leur vie durant pour survivre. Vu que, d'ici 2010, les retraités deviendront plus nombreux que les accumulateurs de biens, cette perspective fait apparaître le spectre d'une vente nette d'habitations par les ménages, ce qui risque de faire fondre les prix de l'immobilier. Dans ce rapport, nous nous penchons sur les marchés immobiliers résidentiels et examinons ce qui pourrait se passer si, à l'approche de leur retraite, des baby-boomers de plus en plus nombreux inondaient le marché de maisons à vendre au cours d'une période qui débutera d'ici dix ans environ et durera une vingtaine d'années.

Un cri d'alarme à cet égard a été lancé il y a environ 10 ans lors de la publication d'une étude marquante réalisée par deux économistes de l'Université Harvard, N. Gregory Mankiw et David Weil, lesquels prédisaient que le marché du logement s'acheminait inévitablement vers deux décennies désastreuses à l'égard des prix et de la demande. (L'on trouvera en annexe une critique de cette étude). Et bien que les faits aient jusqu'ici largement démenti leurs prévisions, divers prophètes de malheur, y compris William Sterling et Stephen Waite dans *Boomernomics : The Future of Your Money* (Random House, New York, 1998), continuent de promettre un désastre sur le marché du logement en s'appuyant exclusivement sur l'analyse maintenant discréditée de Mankiw et de Weil.

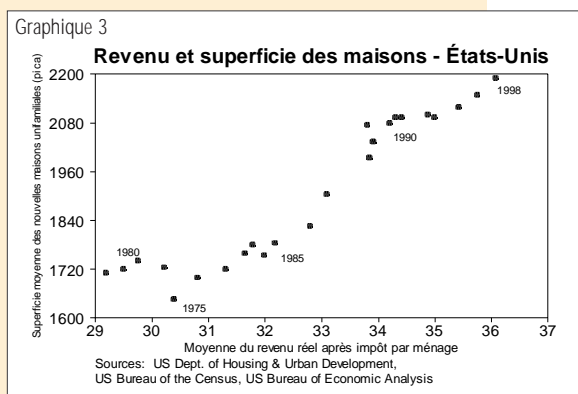
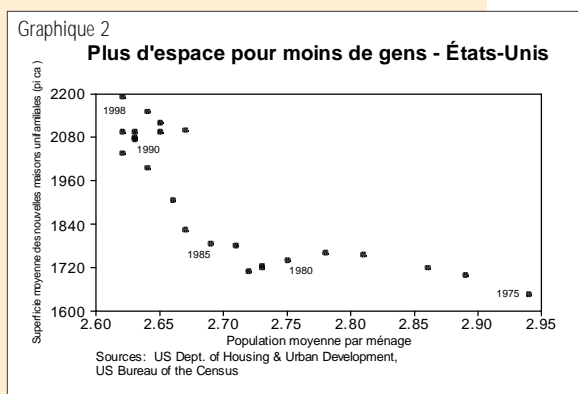
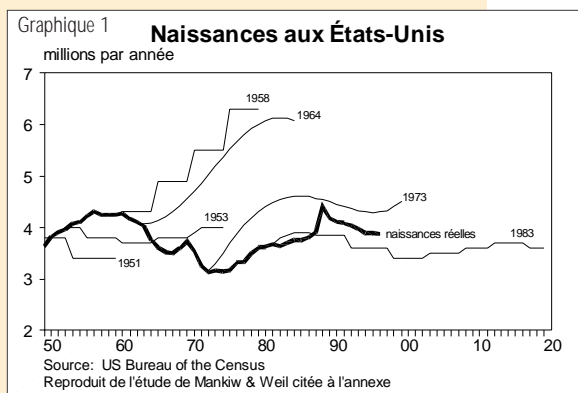
La question n'est pas moins de grande importance. Dans l'optique des 11,5 millions de propriétaires et locataires canadiens et de leurs 100 millions et plus d'homologues des États-Unis, l'évaluation des avantages respectifs de la location et de l'achat d'un logement pourrait être influencée par la crainte d'une forte baisse des prix dans le secteur immobilier résidentiel. Pour les institutions financières, les conséquences d'une telle tendance se répercuteront sur diverses activités allant de la tarification des hypothèques inversées et des prêts sur la valeur nette des maisons — qui dépend de prévisions sur l'évolution des prix des maisons — aux montants nets qu'il convient de prêter sur des garanties immobilières. La planification à long terme dans le domaine des prêts hypothécaires résidentiels devrait aussi en tenir compte.

Limites des prévisions démographiques

Avant d'amorcer cette analyse, il convient d'adopter un horizon temporel réaliste. Sachant qu'il est impossible d'évaluer sur plusieurs décennies à l'avance l'évolution de

Je tiens à remercier les personnes suivantes pour leurs précieux commentaires sur les différentes versions de ce rapport : Scott Brown, Harry Hassanwalla, Bill Jandrisits, Norman Light, John McCallum, Nancy McInerney-Lacombe et Christine Zalzal, à la Banque Royale. Je remercie aussi Mark McClellan, du Bank Credit Analyst. L'auteur assume la responsabilité finale des opinions exprimées dans ce texte.

la plupart des facteurs de croissance, jusqu'à quand dans le prochain siècle pouvons-nous établir des scénarios crédibles en nous fondant sur des variables démographiques ? Il ne semble pas possible de prévoir avec exactitude l'ampleur de la population qu'attireront les marchés du logement et des biens de consommation plus de deux ou trois décennies à l'avance. Pour le faire, il faudrait en effet prendre en compte les prévisions de naissances pour l'an prochain et les années subséquentes. Le graphique



1 illustre à quel point les prévisions d'évolution de la démographie faites par des spécialistes se sont avérées inexactes par le passé. Ces oracles n'avaient pas vu venir le baby-boom dans leurs prévisions de 1951 et 1953 ; celles de 1958, 1964 et 1973 annonçaient une explosion des naissances et, en 1983, ils n'avaient pas entièrement prévu la génération écho de celle du baby-boom. Aussi, nous croyons-nous fondés à douter qu'il soit possible de prévoir avec exactitude l'évolution de la démographie pour de nombreuses décennies. Nous pensons au contraire que les auteurs d'ouvrages comme *Boomernomics* feraient mieux de ne pas s'aventurer à présenter des prévisions allant jusqu'à 2050 ou plus loin encore. L'histoire fournit aussi d'innombrables exemples d'erreurs flagrantes dans les prévisions de mortalité ou d'immigration nette. En fin de compte, les extrapolations annuelles fondées sur la population existante constituent peut-être les seules prévisions démographiques raisonnablement sûres.

Deux scénarios

Nous examinons deux catégories différentes de ventes nettes hypothétiques de biens immobiliers : l'échange, par les retraités, de grandes maisons, laissées vides par le départ des enfants, contre des logements plus petits, d'où un excédent de grandes maisons, et surtout de constructions dites monumentales à étages multiples ; et d'autre part, la vente de maisons par les baby-boomers retraités pour gonfler le capital destiné à leur fournir des revenus de retraite. Dans les deux cas, l'excédent de maisons pourrait entraîner des baisses de prix qui seraient douloureuses pour les vendeurs mais avantageuses pour les acheteurs. Dans quelle mesure ces scénarios sont-ils probables ?

Scénario I : Vendre quand les enfants s'en vont

L'étude du premier scénario nous amène à constater à quel point les facteurs économiques liés au logement ont changé depuis la Deuxième Guerre mondiale. Nous sommes passés d'une période de simple subsistance, où la seule raison d'être d'une maison était d'abriter une famille, à une époque où la propriété d'une maison est motivée par des raisons socio-économiques plus complexes.

À la limite, les maisons dites monumentales font partie de ce scénario car elles illustrent éloquentement les facteurs économiques qui motivent l'acquisition de biens de luxe.

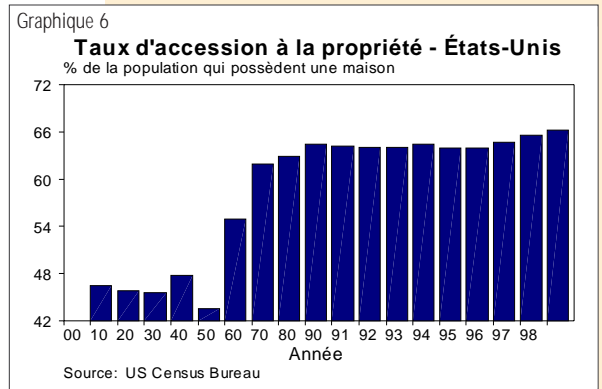
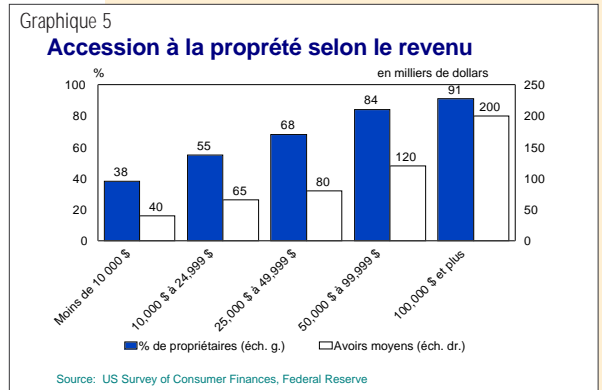
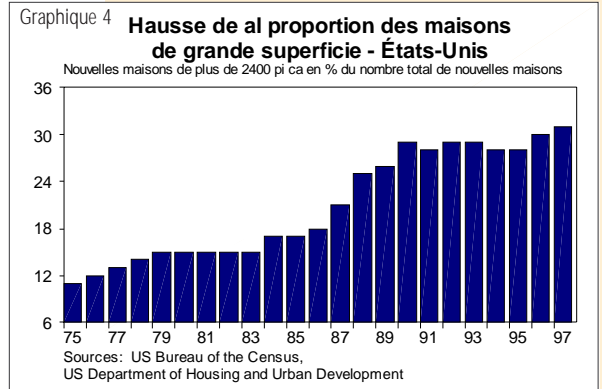
Si l'hypothèse découlant du nid qui se vide était valable, on s'attendrait à constater un lien assez direct entre la taille d'une famille et la superficie de sa maison. Les familles nombreuses occuperaient de grandes maisons, et les plus petites habiteraient des maisons plus modestes. Or, le graphique 2 est éloquent à cet égard. Nous utilisons des données américaines parce qu'elles sont plus complètes, que le Canada et les États-Unis

ont connu des périodes de pointe dans les naissances presque identiques et que la répartition des âges des deux populations est pratiquement la même. L'évolution de la démographie devrait donc être la même dans les deux pays. Le graphique met au contraire en lumière des données montrant hors de tout doute que, parallèlement à la diminution de la taille de la famille au cours des dernières décennies, la superficie moyenne de la maison américaine a augmenté, sauf durant la récession du début des années 1980. Ainsi, les familles sont moins nombreuses mais elles occupent plus de place. Au fur et à mesure que le nombre moyen d'occupants du foyer familial chutait, à cause du départ des baby-boomers, un fort déplacement s'est produit en faveur de maisons plus spacieuses.

Le revenu semble être le facteur déterminant, et de loin. Sauf, comme c'est compréhensible, en période de récession, le graphique 3 illustre un rapport positif presque linéaire entre la grandeur moyenne de la maison américaine et le revenu réel de son propriétaire, redressé pour tenir compte de l'inflation et du nombre moyen d'occupants, depuis le milieu des années 1970 jusqu'à aujourd'hui. Le graphique 4 confirme l'évolution du marché de l'habitation : les maisons d'une superficie supérieure à 2 400 pi. ca. (la plus grande superficie pour laquelle des données ont été compilées) représentent maintenant le tiers des maisons neuves, et elles ne sont plus considérées comme particulièrement grandes. Un autre phénomène vient confirmer ce fait : au cours des cinquante dernières années, la proportion des familles vivant dans un logement considéré comme «surpeuplé», c'est-à-dire occupé par plus d'une personne par pièce en moyenne, selon la définition du recensement décennal du US Census Bureau, a diminué d'environ 10 % à 2 %, tandis que le pourcentage des habitations ayant un seul occupant a augmenté de moins de 10 % à 25 %.

Ces données semblent indiquer que le revenu pèse beaucoup plus lourd que l'évolution de la composition de la cellule familiale dans l'espace habitable occupé. Les résultats du sondage sur les moyens financiers des consommateurs américains (graphique 5) corroborent ce fait. Il est probable aussi que c'est le revenu, et non l'évolution de la démographie, qui explique la forte augmentation de la proportion des Nord-Américains ayant accédé à la propriété durant les décennies de grande croissance 1950 et 1960 (graphique 6). Ce phénomène n'est pas attribuable à l'intervention des *baby-boomers* car ces derniers, nés entre 1947 et 1966, étaient alors en couches ou, au mieux des adolescents. C'est probablement aussi en raison de la hausse des revenus que 1998 a été une année record du point de vue de l'accès à la propriété aux États-Unis, dans le contexte d'une économie florissante.

Pour prévoir la demande d'espace habitable et la superficie des maisons de l'avenir, il faut faire appel à une méthode bien plus complexe tenant compte de la croissance des revenus, de la distribution de la richesse et des préférences sociales, plutôt que d'établir simplement des extrapolations fondées sur les tendances démographiques, notamment la taille de la cellule familiale. La construction de maisons de grande taille est souvent un phénomène de fin de cycle, comme à la fin des années 1980. Le même scénario se



répète peut-être encore en cette fin des années 1990.

L'engouement actuel pour les maisons de grande taille pourrait disparaître, mais ce changement devrait se produire indépendamment de l'évolution de la démographie et serait donc beaucoup plus difficile à prévoir. Les tendances coïncidentes de la diminution de la taille de la famille et de l'augmentation de la superficie des maisons persistent au moins depuis l'époque de l'Angleterre de Dickens. À long terme, la croissance économique entraîne une progression des revenus, ce qui élargit l'éventail de la demande, sur le marché de l'habitation comme pour bien d'autres produits.

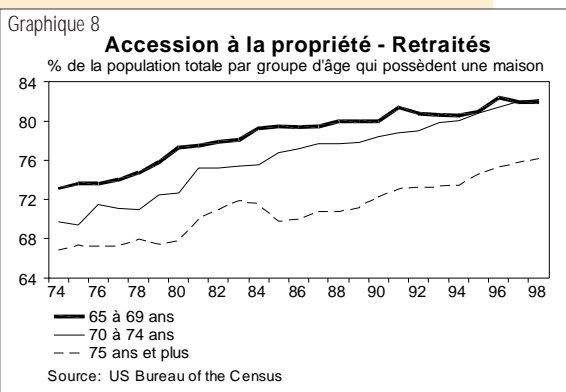
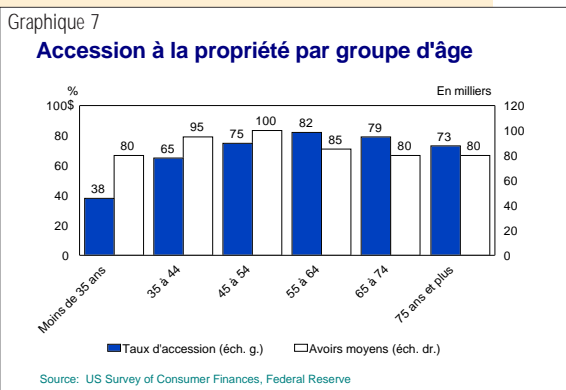
Scénario II : Vendre pour des raisons financières

Les baby-boomers pourraient aussi vendre leur maison pour acheter un logement plus petit, peut-être même dans un environnement plus rural, afin de disposer de plus d'argent pour leur retraite. Nous examinons la probabilité de ce scénario sous deux

angles différents : d'abord celui du volume de ventes de maisons liées à la retraite et, d'autre part, celui de la mesure dans laquelle l'équilibre entre l'offre et la demande peut y faire contrepois.

Les données disponibles sur la propriété par groupe d'âge indiquent clairement que, plus les personnes sont âgées, moins il est probable qu'elles soient propriétaires d'une maison et que, si elles le sont, la valeur de cette maison est probablement inférieure à celle des maisons des personnes dans la quarantaine et la cinquantaine (graphique 7). Toutefois, un examen plus approfondi de ces constatations révèle que ses causes sont complexes. Tout d'abord, nous ignorons dans quelle mesure les écarts mis en évidence par le graphique 7 résultent du fait que les personnes âgées vendent leur maison pour s'installer dans un logement différent et plus petit, ou s'ils s'expliquent par des facteurs générationnels ayant déterminé le point d'entrée sur le marché de l'habitation. L'écart négatif apparent du pourcentage de propriétaires retraités et de la valeur de leurs maisons pourrait résulter en totalité du fait que beaucoup ont vendu leur maison; mais il se pourrait aussi que les maisons qu'ils avaient achetées il a un demi-siècle étaient plus petites et moins généreusement aménagées. Si cette dernière hypothèse est exacte, ces maisons sont à l'image du contexte économique d'une époque antérieure à celle dans laquelle la taille et les prix des maisons ont commencé à augmenter.

Quoi qu'il en soit, il est plus important de savoir en quoi la tendance touchant la propriété parmi les retraités peut changer. Si les retraités ont été de plus en plus portés à conserver leur maison, décennie après décennie, jusqu'à ce jour, et si cette tendance se maintient à l'avenir, l'on pourrait y voir un changement de comportement soutenu qui rendra plus improbable la perspective d'une vente massive des maisons. Le graphique 8 indique une telle tendance. Depuis 25 ans environ, le nombre de propriétaires parmi les personnes ayant de 65 à 69 ans, de 70 à 74 ans et plus de 75 ans a respectivement augmenté chaque année d'environ 9, 12 et 9 points de pourcentage. Cette tendance peut avoir eu plusieurs causes :



▲ La création, après la guerre, de régimes de retraite publics et privés ont rendu possible le maintien de la propriété;

▲ Il se peut que, par suite d'un changement de comportement, les retraités aient préféré conserver leur maison;

▲ Autre cause possible : la hausse générale des revenus depuis la guerre.

En plus de ces trois possibilités, plusieurs autres raisons expliquent pourquoi l'hypothèse d'une évolution déterminée par les différents stades de la vie ne se limite pas à la simple accumulation de biens dans les années productives, puis à leur liquidation graduelle au cours de la retraite. Ces autres raisons comprennent les incertitudes associées au coût des soins médicaux et à l'espérance de vie, le désir de léguer un patrimoine aux enfants ou à des organismes de bienfaisance, ainsi que les effets sociaux et psychologiques favorables qu'apporte la conservation de la maison familiale. Tous ces facteurs militent contre la vente de la maison après la retraite.

Mais quelque valides que ces arguments puissent être, il y a lieu de se demander quels effets l'atteinte de l'âge de la retraite par les *baby-boomers* pourra avoir sur le secteur de l'habitation si les données du graphique 7 illustrent vraiment une tendance de vente par les ménages plus âgés et si cette tendance se maintient aux niveaux récents. Cette question nous amène à examiner les autres facteurs qui compliquent le jeu de l'offre et de la demande.

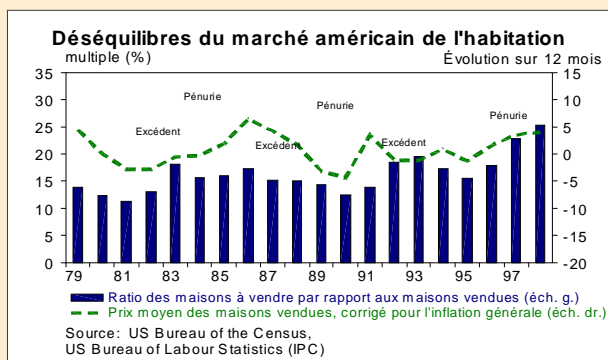
Facteurs créant une demande compensatrice

La génération écho de celle des *baby-boomers* Sans doute les *baby-boomers* représentent-ils la catégorie d'âge la plus nombreuse en Amérique du Nord, mais ils ont aussi donné naissance au groupe d'âge le plus nombreux après le leur. Ainsi, les 9,8 millions de *baby-boomers* canadiens sont suivis par la génération « écho » que constituent leurs enfants. Ces jeunes de moins de vingt ans sont au nombre d'environ huit millions. La distribution des âges de cette génération écho, qui s'étale sur deux décennies environ, fait une pointe juste au-delà du milieu de cette plage de vingt années ; elle ressemble passablement à celle des *baby-boomers* eux-mêmes. Cette nouvelle génération prendra la relève et comblera une grande partie du vide laissé par leurs parents. Selon des estimations, quelque 370 000 *baby-boomers* prendront leur retraite chaque année au Canada vers 2010, et ce nombre grimpera à 425 000 vers 2020¹. Les jeunes de la génération écho déjà nés atteindront le milieu de la vingtaine à un rythme se situant entre 360 000 et 400 000 par année, durant la prochaine période de vingt à vingt-cinq ans au moins (graphique 9). Ainsi, au cours de deux prochaines décennies au moins, les jeunes de la génération écho

¹ *Help Wanted*, The Urban Futures Institute, août 1999.

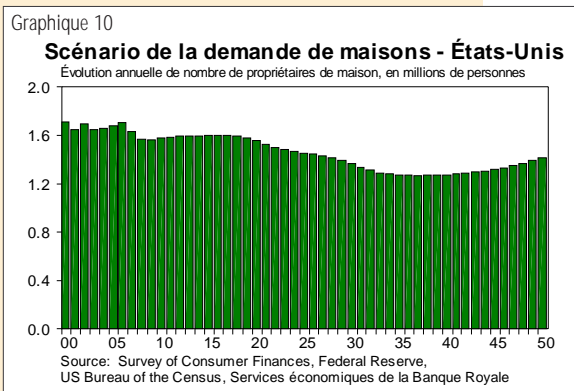
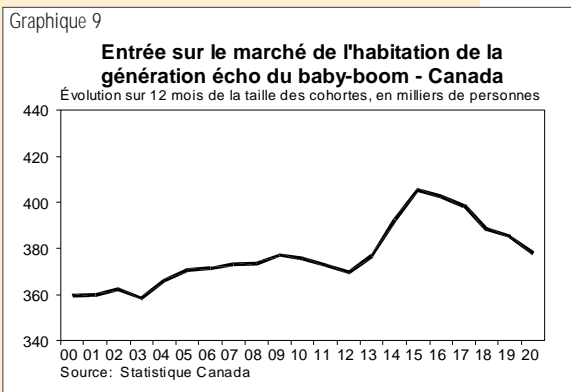
L'évolution démographique et les prix des maisons

L'on a souvent suggéré que la baisse des prix de secteur immobilier résidentiel, il y a environ dix ans, avait été causée par des facteurs démographiques. Une telle possibilité est fort improbable pour les raisons suivantes : Au début de la décennie, les *baby-boomers* avaient entre 24 et 43 ans. Les statistiques nous disent qu'une multitude de *baby-boomers* qui venaient grossir le groupe des moins de 35 ans n'étaient pas encore entrés sur le marché résidentiel, étant tenus à l'écart par des taux d'intérêt élevés et une économie qui subissait des pressions variées; Le graphique ci-dessous fait ressortir deux phénomènes. Premièrement, la tendance à long terme des fluctuations annuelles des prix des maisons, redressés pour tenir compte de l'inflation générale afin d'atténuer les effets des chocs pétroliers et des excès de la politique monétaire, est *latérale*. L'entrée massive des *boomers* sur les marchés résidentiels durant les années 1980, d'une ampleur sans pareil au cours des cycles précédents, n'a pas entraîné de rupture nette de cette tendance. Aucune tendance séculaire à la hausse ou à la baisse n'a duré plus de cinq années environ. À la place, nous constatons, comme deuxième point plus ou moins évident du graphique, que tout changement à la courbe du prix des maisons s'explique plutôt par les déséquilibres cycliques entre l'offre et la demande. On admet généralement que la fin des années 1980 s'est caractérisée par la construction d'un trop grand nombre de maisons par les promoteurs, ce qui a indûment gonflé les stocks. Échaudés par cette expérience récente, les promoteurs utilisent une stratégie plus prudente qui a entraîné la baisse des stocks de maisons à des creux records sur le marché libre. Se contenter d'observer les changements au seul aspect de la demande potentielle, qui se traduit par une extrapolation du nombre de *baby-boomers* qui entrent sur le marché, équivaut à faire un mauvais calcul économique qui fait trop facilement abstraction de l'autre aspect de la dynamique de l'offre et de la demande, c'est-à-dire les sentiments des promoteurs immobiliers.



remplaceront presque leurs parents sur le marché.

Immigration Il est probable que l'écart restant sera largement comblé par l'immigration au Canada. Si l'on considère que le nombre d'immigrants a été de l'ordre de 200 000 à 250 000 par an dans les années 1990, et que près des trois quarts des immigrants récents se retrouvent à la fois sur le marché du travail et le marché immobilier, il suffirait de maintenir l'immigration au même niveau pour combler l'écart. Toutefois, les données disponibles ne permettent pas de connaître la répartition de la propriété entre les groupes, ni la façon dont elle fluctue en fonction de l'âge. D'évidence, tous les jeunes de la génération écho n'achèteront pas une maison, et tous les retraités ne vendront pas la leur. Le graphique 10 présente les résultats du sondage américain Survey of Consumer Finances sur les proportions de propriétaires par groupe d'âge (comme le graphique 9) et il les rapproche des prévisions démographiques du US Census Bureau pour les mêmes groupes d'âge. Les résultats laissent prévoir une bonne croissance de la demande de nouvelles maisons durant plusieurs décennies.



Pour s'en convaincre, il suffit d'interpréter les résultats du graphique 7. Aux fins de notre analyse, nous adoptons l'hypothèse extrême que la diminution des taux de propriété et de la valeur médiane des maisons parmi les retraités est entièrement attribuable à la réduction de la valeur de leurs avoirs, et qu'elle ne découle aucunement du fait que ce groupe est représentatif de l'économie d'un marché résidentiel depuis longtemps révolu. Selon cette hypothèse, nous constatons que l'arrivée sur le marché du groupe des moins de 35 ans compense très largement le départ des retraités. Les propriétaires de maison du groupe des moins de 35 ans passent de 0 % avant leur entrée sur le marché à 38 %, tandis que le taux de propriété parmi les retraités ne subit qu'un léger fléchissement, passant de 82 % pour le groupe des 55 à 64 ans, qui a le taux de propriété le plus élevé, à 73 %. L'avoir moyen du groupe des moins de 35 ans augmente de 0 \$ à 80 000 \$, tandis qu'il diminue de 100 000 \$ à 80 000 \$ pour les retraités, par rapport au groupe des 45 à 54 ans, dans lequel la valeur de la propriété est la plus élevée. Par conséquent, tant du point de vue du taux de propriété que sur le plan monétaire, l'arrivée des jeunes sur le marché de l'habitation compense très largement les hypothèses les plus extrêmes touchant le départ des retraités lorsque l'on rapproche les prévisions démographiques des profils de propriété.

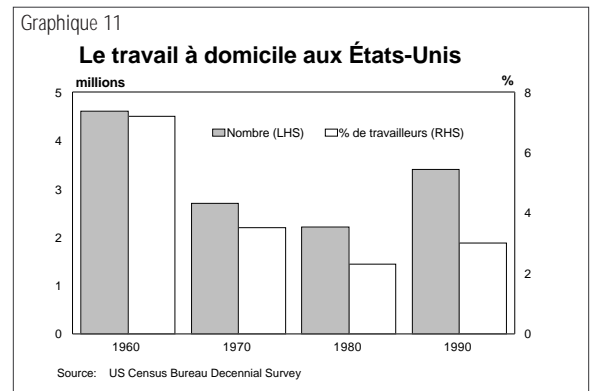
En fait, on assistera probablement à un excédent net très important des arrivées sur le marché de l'habitation : les jeunes de la génération écho seront plus nombreux à acheter que leurs parents à vendre pour se procurer une maison plus petite ou s'installer à la campagne. Les facteurs démographiques à eux seuls devraient soutenir le marché de la construction de maisons pendant longtemps, si bien que ce sont les nombreuses autres variables économiques imprévisibles qui détermineront si ces tendances se matérialiseront effectivement.

Le désir d'être propriétaire Un troisième facteur influant sur la demande pourrait être la progression continue du taux de propriété, qui a augmenté de 2 % depuis 1995 aux

États-Unis. De nouvelles hausses de ce taux pourraient produire, sur les marchés de l'habitation, des effets semblables à la forte poussée de la construction domiciliaire aux États-Unis, où la demande a été stimulée par l'arrivée d'un plus grand nombre de personnes dans un contexte où le taux de chômage est à son plus bas en trente ans.

Demande de remplacement La construction de maisons neuves, même à long terme, ne suit pas forcément l'évolution de la formation des ménages. Un récent article sur les risques à court terme des marchés immobiliers soulignait que la demande de remplacement d'habitations, c'est-à-dire le remplacement d'anciennes maisons ou de logements détruits par des catastrophes naturelles, augmente depuis des décennies². Fait remarquable, 300 000 mises en chantier aux États-Unis en 1998, soit environ un cinquième du total, s'expliquent justement par ce phénomène. La demande de maisons de remplacement n'a pas de lien avec les thèses touchant les ventes et achats nets ; elle illustre simplement le fait que des facteurs autres que les prévisions démographiques sur la formation des ménages ont des effets positifs sur la vigueur du secteur de la construction domiciliaire.

Bureaux à domicile Une autre source de demande d'habitations qui vaut la peine d'être examinée est la possibilité qu'au moins une partie des maisons puisse de plus en plus servir de bureaux. Il n'est pas sûr que le nombre de travailleurs à domicile augmente au point de rompre complètement avec les tendances passées. Comme l'illustre le graphique 11, le nombre brut de travailleurs à domicile, ainsi que leur pourcentage par rapport à l'ensemble de la population active, sont nettement inférieurs aux niveaux enregistrés lors de décennies précédentes, telles les années 1960. Selon le US Census Bureau, la proportion a chuté entre la décennie 1960 et les années 1980 en raison de la forte baisse du nombre d'exploitations agricoles familiales et parce que les membres de professions



libérales, notamment les médecins et les avocats, délaissent de plus en plus l'idée d'avoir leur bureau à domicile pour se joindre à des firmes installées dans des immeubles à bureau. Ce graphique ne va pas au-delà de 1990, la dernière année de compilation exhaustive des données lors du recensement décennal, mais d'autres sondages plus limités ainsi que des données empiriques indiquent un développement régulier du travail à domicile depuis lors. Mais il est intéressant de noter que la remontée de 1990 s'est produite avant l'accroissement de la popularité de l'Internet et du télétravail, ces dernières années. Il reste à voir si la transformation de l'organisation du travail par la technologie aura des ramifications plus importantes que ce que nous avons vu dans le passé à l'égard de tous les autres facteurs. Si c'est le cas, la demande d'espace de travail à domicile pourrait continuer d'influer sur la demande touchant la superficie des nouvelles maisons.

L'immigration et la famille étendue Le changement des tendances de l'immigration pourrait aussi avoir des effets positifs sur la demande de superficie habitable. Le développement de l'immigration asiatique depuis un quart de siècle et l'importance relativement plus grande de la famille étendue dans les cultures asiatiques pourraient influencer sur la demande d'habitations en Amérique du Nord. Si l'attitude des immigrants asiatiques à l'égard de la famille étendue résiste au passage des générations, elle pourrait favoriser la demande de grandes maisons à Toronto et Vancouver, villes que ces immigrants privilégient.

Coût d'option découlant de la décision de conserver une maison Le dernier facteur compensateur influant sur la demande est le fait que la conservation de la maison familiale n'est pas sans entraîner des coûts, qui peuvent annuler ou non les avantages. Cependant, le principal coût d'option découlant de la conservation de la maison familiale réside dans le manque à gagner sur le plan du rendement du capital que le propriétaire détiendrait autrement. Néanmoins, ce coût d'option pourrait bien devenir moins important que par le passé aux yeux des retraités. On ne sait pas encore vraiment si, à l'avenir, les ménages en général, et les retraités en particulier, attacheront seulement de l'importance au rendement apparent de leur capital ou s'ils tiendront aussi compte de son rendement après l'inflation et l'augmentation du coût de la vie. Si l'assainissement prévu des finances publiques se matérialise et que l'inflation est réellement plus faible que durant les années 1970 et 1980, les retraités ayant des revenus fixes pourraient être moins motivés à vendre leur maison car, en raison de la baisse des taux réels et nominaux, les avantages apparents de la vente de la maison seront moins évidents que dans le passé.

² « The Housing Market: Will the Roof Cave In? » *Fixed Income Analyst*, analyste du crédit bancaire (Mark McClellan), septembre 1999, pp. 21-29.

Facteurs influant sur l'offre

Variation du nombre des mises en chantier En période de faiblesse de la demande, les constructeurs d'habitations pourraient réagir en réduisant le volume des mises en chantier.

Conversion Il se pourrait aussi qu'une partie des habitations à logements multiples (appartements en copropriété et locatifs) soit réaffectée à d'autres fins. Ce phénomène s'est déjà présenté sous l'effet de l'engouement pour les habitations en copropriété qui dure depuis les années 1980. Par exemple, la conversion d'habitations à logements multiples en espaces à bureaux pourrait réduire l'offre sur le marché de l'habitation.

Innovations financières Une troisième possibilité serait que des innovations dans le secteur financier réduisent, pour certains retraités, la nécessité de vendre leur maison et de s'installer dans un logement moins coûteux. La popularité accrue des hypothèques inversées et des prêts sur la valeur nette de la maison, en particulier, permet aux propriétaires de se procurer des fonds en contrepartie d'une réduction de leur avoir, sans les obliger à vendre leur maison. Les hypothèques inversées permettent à un propriétaire d'emprunter, sous forme de mensualités, jusqu'à 30 % ou 40 % de la valeur nette de sa maison. Sa succession rembourse la dette à son décès.

À ce chapitre, les institutions financières peuvent elles-mêmes exercer une influence sur le marché. Même s'il est improbable que le scénario de la retraite vienne bouleverser les marchés de l'habitation, les institutions financières, par le biais de programmes de marketing et d'information visant à mieux expliquer les options possibles, pourront contribuer à la santé du marché immobilier. Grâce à ce genre de produits innovateurs, les ménages pourraient être moins fortement poussés à vendre des biens mobiliers ou immobiliers pour financer leur retraite et résoudre le problème du manque de liquidités. Cependant, une telle stratégie n'équivaut pas nécessairement à une augmentation du patrimoine, puisque les emprunts contractés pour financer des besoins courants entraînent habituellement l'épuisement graduel du patrimoine.

Marchés locaux

L'analyse présentée ici porte entièrement sur l'ensemble des marchés de l'habitation au Canada et aux États-Unis. Cependant, compte tenu de la grande diversité des perspectives économiques locales, l'évolution des marchés variera considérablement d'une région à l'autre. Ainsi, la vague montante des baby-boomers vieillissants pourrait avoir des effets positifs sur certains petits marchés, mais aucune influence significative sur les marchés plus importants. Par

exemple, un chapelet de petites villes situées au cœur de la zone de villégiature de l'Ontario, notamment Haliburton, Huntsville, Minden, Bracebridge et d'autres, dont plusieurs comptent moins de 20 000 habitants, pourraient fortement ressentir les effets de l'arrivée, même en nombre restreint, de baby-boomers qui, au seuil de la retraite, décideront de quitter les marchés plus importants du Sud. L'importance et le pouvoir d'attraction de villes comme Toronto, Vancouver et Montréal comme destinations principales des immigrants qui arrivent au Canada, combinés à leur population plus jeune, feraient plus que compenser les départs associés à la retraite.

Cependant, le marché des résidences secondaires a toujours constitué un segment très restreint de l'ensemble du marché résidentiel pour les gens jouissant d'une certaine aisance. Au cours des cinquante dernières années, le pourcentage d'Américains qui possèdent une résidence secondaire n'a fluctué qu'entre 2 % et 3,5 %, et sans que se dégage aucune tendance. Par conséquent, seuls quelques marchés limités sont touchés.

Conclusion

En raison surtout d'une combinaison de facteurs, notamment ceux de la génération écho, de l'immigration, du changement des paramètres économiques qui influent sur le marché immobilier, de la modification du rôle de la maison qui devient bien plus qu'un simple toit sur la tête, ainsi que de la proportion faible et décroissante des retraités qui vendent leur maison, les marchés immobiliers devraient connaître une progression soutenue et saine de la demande durant encore de très nombreuses années, compte tenu des variations cycliques.

La désastreuse feuille de route des démographes concernant les prévisions de naissances nous incite à une grande prudence au-delà de 2030 et nous empêche, à toute fin pratique, de prévoir raisonnablement le nombre d'enfants que produira à son tour la génération écho. La myriade de facteurs qui influent sur l'offre et la demande compliquent l'analyse de la dynamique du marché de l'habitation, qui exige bien plus qu'une simple extrapolation du nombre de baby-boomers vieillissants. En un mot, de nombreux facteurs économiques feront assurément sentir leurs effets sur le marché du logement mais les facteurs démographiques ne mettront pas en péril la valeur des maisons.

Annexe :

Fondements de la théorie du grand bradage immobilier

Une étude¹ de deux économistes réputés de l'université Harvard faisant autorité a eul l'effet d'une bombe dans tout le secteur immobilier

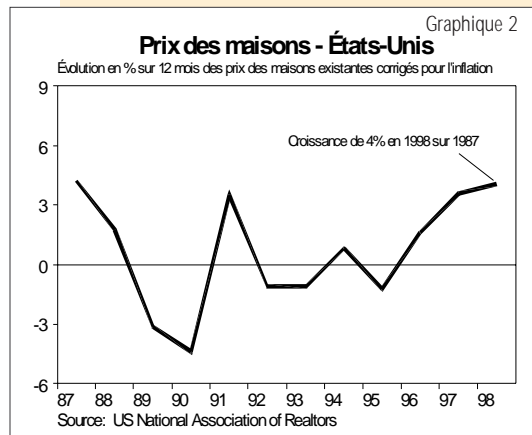
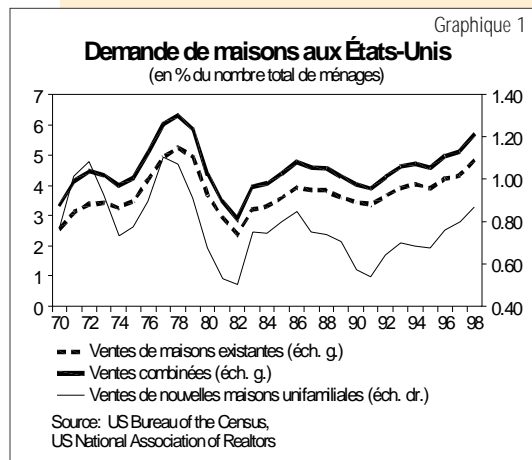
vers la fin des années 1980 et a soulevé une vaste polémique concernant les effets du vieillissement de la population sur les marchés de l'habitation. Les auteurs prédisaient que la demande d'habitations croîtrait plus lentement au cours des années 1990 que durant toute autre décennie depuis la Deuxième Guerre mondiale, et que le prix moyen de la maison américaine, redressé en fonction de l'inflation, chuterait durant toute la décennie 1990 et par la suite ; la perte cumulative, ajoutaient-ils, atteindrait le pourcentage renversant de 47 % d'ici 2007.

Ces prévisions comportaient plusieurs vices importants. Le premier est évident : après l'écoulement de douze des vingt années visées, on constate que leurs prévisions alarmistes se sont avérées complètement erronées. La demande d'habitations a été d'une vigueur remarquable aux États-Unis durant cette décennie, s'approchant des anciens records ou les fracassant. Le taux de la propriété chez nos voisins du Sud a atteint un sommet historique, à la faveur de la montée en flèche des ventes de maisons existantes et des mises en chantier (graphique 1). De plus, le prix moyen des maisons existantes, non redressé pour tenir compte de l'inflation aux États-Unis, a augmenté de 49 % entre le début de la période visée par leurs prévisions (à la fin de 1987) et 1998, et le rendement annuel moyen, compte tenu de l'inflation, a été de 4 % environ (graphique 2). De tels rendements sont faibles, mais ils sont très loin de la baisse de près de 50 %, plus l'inflation, prévue par l'étude.

Le deuxième problème provient d'une incohérence fondamentale des résultats, dont l'étude fait abstraction. Les auteurs ont conçu un indicateur de la demande de maisons en se basant sur des changements démographiques qui ne tenaient aucunement compte de la demande réelle passée, mais ils l'ont utilisé pour évaluer ses effets sur les prix des maisons. Malgré l'impertinence de leur variable de la demande, ils ont trouvé qu'elle était fortement corrélée aux fluctuations des prix des maisons ; ils ont alors appliqué cette preuve de corrélation à des prévisions d'évolution démographique pour conclure que les prix des maisons étaient appelés à dégringoler. Le fait que la variable de la demande qu'ils ont conçue ne tenait pas suffisamment compte de la demande passée nous amène à croire que la forte corrélation entre la variable de la demande et les prix des maisons pourrait être fautive, ou encore que les propriétés de forme réduite de leur modèle auraient mérité une étude plus approfondie. Voici d'autres lacunes importantes de l'étude :

- ▲ aucune mesure n'évaluait l'impact de l'augmentation de la superficie des maisons sur les prix des maisons ;
- ▲ on n'a jamais mesuré quels effets avaient les fluctuations positives ou négatives de la qualité sur les prix des maisons. Une qualité de construction meilleure ou pire, ainsi que l'incorporation d'aménagements supplémentaires dans beaucoup de maisons, telles que la climatisation centrale, un aspirateur central et un garage à plusieurs voitures, pourraient facilement influencer sur les prix ;
- ▲ la taille de la génération écho n'était pas aussi évidente en 1987, lorsque l'étude a été réalisée, qu'aujourd'hui ;
- ▲ l'étude n'établissait aucune pondération des groupes d'âge selon le taux de la propriété ou la valeur des maisons ; elle utilisait plutôt des chiffres non pondérés sur les groupes d'âge. En conséquence, l'étude ne faisait aucunement état des changements aux courbes de propriété.

En bref, l'étude dont se sont inspirés les prophètes de malheur comporte de graves lacunes. D'autres économistes poussent même leur critique plus loin.²



¹ Mankiw, N. Gregory, David Weil, « The Baby Boom, the Baby Bust, and the Housing Market, » *Regional Science and Urban Economics*, 19, 1989, pp. 235 à 258.

² Hendershott, Patric H., « Are real house prices likely to decline by 47 percent? » *Regional Science and Urban Economics*, 21, décembre 1991, pp. 553 à 565.