



**LE PHÉNOMÈNE DE LA BULLE IMMOBILIÈRE :
LA SITUATION ACTUELLE EN AMÉRIQUE DU NORD ET
SES CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES POUR LE CANADA**

**Philippe Le Goff
Division de l'économie**

Le 23 octobre 2002

**PARLIAMENTARY RESEARCH BRANCH
DIRECTION DE LA RECHERCHE PARLEMENTAIRE**

La Direction de la recherche parlementaire de la Bibliothèque du Parlement travaille exclusivement pour le Parlement, effectuant des recherches et fournissant des informations aux parlementaires et aux comités du Sénat et de la Chambre des communes. Entre autres services non partisans, elle assure la rédaction de rapports, de documents de travail et de bulletins d'actualité. Les attachés de recherche peuvent en outre donner des consultations dans leurs domaines de compétence.

**THIS DOCUMENT IS ALSO
PUBLISHED IN ENGLISH**

TABLE DES MATIÈRES

	Page
RÉSUMÉ	i
INTRODUCTION	1
LE PHÉNOMÈNE DE LA BULLE IMMOBILIÈRE.....	2
A. La formation d'une bulle immobilière.....	2
B. La détection d'une bulle immobilière.....	3
C. L'éclatement d'une bulle immobilière.....	3
D. Répercussions de l'éclatement : Fragilisation du système bancaire, endettement des ménages et rationnement du crédit.....	4
E. L'exemple du Japon.....	5
TENDANCES RÉCENTES DU MARCHÉ IMMOBILIER	7
A. Le transfert de l'épargne des marchés boursiers vers les marchés immobiliers.....	7
B. La dynamique récente des marchés immobiliers au Canada et aux États-Unis	8
1. Canada : Robustesse des facteurs économiques fondamentaux	8
2. États-Unis : Signaux contradictoires du marché immobilier	9
LA MÉCANIQUE DU MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE AMÉRICAIN : UN FACTEUR IMPORTANT DE CONSOMMATION ET D'ENDETTEMENT	12
A. La déductibilité des intérêts sur les prêts hypothécaires.....	12
B. Les prêts hypothécaires sur capitaux propres	13
C. Le refinancement avec sortie de capitaux propres.....	14
D. Vers une bulle immobilière?	14
CONCLUSION.....	15

RÉSUMÉ

Après l'éclatement de la bulle boursière du secteur des technologies de l'information et des télécommunications, plusieurs observateurs s'inquiètent de la formation d'une bulle immobilière. Ce document s'intéresse au phénomène de la bulle immobilière. Il décrit les principaux facteurs qui caractérisent la présence d'une bulle immobilière et jette un regard sur la conjoncture récente des marchés immobiliers canadien et américain. Il examine les répercussions possibles de l'éclatement d'une bulle immobilière sur l'économie canadienne en soulignant que les risques d'une telle éventualité sont plus importants aux États-Unis.



CANADA

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

LE PHÉNOMÈNE DE LA BULLE IMMOBILIÈRE : LA SITUATION ACTUELLE EN AMÉRIQUE DU NORD ET SES CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES POUR LE CANADA

INTRODUCTION

À l'été 2002, plusieurs experts et chroniqueurs à travers le monde ont commencé à s'inquiéter ouvertement de la formation possible d'une bulle immobilière dans plusieurs pays industrialisés. Cette bulle serait semblable à celle du secteur des technologies de l'information et des télécommunications qui a éclaté en 2000-2001, entraînant une forte correction des marchés boursiers et la disparition d'un patrimoine évalué à plusieurs milliers de milliards – ou billions – de dollars à l'échelle planétaire.

L'existence d'une bulle immobilière est un facteur qu'il ne faut pas négliger, car son éclatement pourrait se répercuter profondément et durablement sur toute l'économie et les marchés financiers. En cette époque de mondialisation, les chocs économiques de grande envergure ont tôt fait de se propager à presque toutes les économies nationales, comme on a pu le constater lors de la crise financière asiatique, au second semestre de 1998.

À l'heure actuelle, la consommation – et, au premier chef, le secteur de l'immobilier et les secteurs connexes – reste l'une des seules véritables locomotives de la croissance économique en Amérique du Nord et dans plusieurs pays européens. Une partie de cette consommation est aujourd'hui alimentée par la croissance de la valeur du patrimoine immobilier des ménages, comme elle l'a été, il y a quelques années, par les gains de capitaux réalisés sur les marchés boursiers. La variation de la consommation découlant d'un changement dans la valeur des actifs est mieux connue sous le nom *d'effet de richesse*. Une étude⁽¹⁾ menée par une équipe d'économistes américains, dont les données portent sur 14 pays, y compris le

(1) Karl E. Case, John M. Quigley et Robert J. Shiller, « Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market », Cowles Foundation discussion paper no. 1335, New Haven (Connecticut), Yale University, octobre 2001.

Canada, montre que, pour chaque hausse de 10 p. 100 des marchés boursiers, la consommation des ménages augmente de 0,2 à 0,3 p. 100, alors que chaque hausse de 10 p. 100 sur le marché immobilier entraîne une hausse de 0,62 p. 100 des dépenses de consommation. Sachant que, dans les pays de l'OCDE, la valeur de l'actif immobilier résidentiel des ménages atteint actuellement 40 billions de dollars américains⁽²⁾ et celle de leurs actifs boursiers (titres de participation), 23 billions de dollars américains, on peut aisément saisir l'impact des fluctuations des prix immobiliers sur la consommation, la confiance des ménages et l'économie mondiale.

Ce document étudie le phénomène de la bulle immobilière et ses conséquences pour l'économie, notamment celle du Canada. La première section décrit le phénomène, y compris les critères qui peuvent être utilisés pour le confirmer, ainsi que l'éclatement d'une bulle immobilière et ses répercussions générales sur l'économie. La deuxième section examine les tendances récentes du marché immobilier : le transfert de l'épargne des marchés boursiers aux marchés immobiliers et la dynamique actuelle des marchés immobiliers canadiens et américains, qui porte certains à conclure à la présence d'une bulle immobilière. Enfin, le document expose brièvement la mécanique du marché hypothécaire américain comme facteur important de consommation et d'endettement et tire des conclusions pour le Canada.

LE PHÉNOMÈNE DE LA BULLE IMMOBILIÈRE

A. La formation d'une bulle immobilière

La formation d'une bulle immobilière se manifeste traditionnellement par une accélération rapide des prix immobiliers et du crédit hypothécaire. En phase de reprise économique, l'amélioration des perspectives d'emploi et la hausse du pouvoir d'achat favorisent l'investissement immobilier des ménages et des entreprises. La demande augmentant et l'offre étant plus rigide à court terme (parce qu'il faut un certain temps pour construire de nouveaux logements), les prix et les loyers montent. Les constructeurs et les investisseurs finissent alors par accroître l'offre.

Cette phase d'accélération cyclique peut entraîner un mouvement spéculatif, l'envolée des prix attirant de nouveaux acheteurs à la recherche de plus-values. Une accélération prolongée et *auto-entretenu* des prix peut alors se produire, signalant une surévaluation du

(2) *The Economist*, « Global house prices: As safe as what? », 29 août 2002.

marché et une bulle immobilière. En raison de l'augmentation des prix et de la demande, les encours de prêts s'accroissent et le crédit hypothécaire s'accélère. De façon indirecte, les prêteurs entretiennent les hausses de prix sur le marché, puisqu'ils contribuent à soutenir la demande en procurant aux acheteurs potentiels des moyens de financement.

B. La détection d'une bulle immobilière

Si tous peuvent percevoir la croissance cyclique des marchés immobiliers et reconnaître la présence d'un boom immobilier, tous ne s'entendent pas sur la présence d'une bulle immobilière. Comment sait-on si la hausse des prix s'appuie sur des facteurs économiques ou démographiques solides et durables et non pas sur un optimisme irrationnel des acteurs du marché ? Certains critères ont été définis pour détecter l'existence d'une bulle immobilière :

1. fortes augmentations des prix réels (ajustés en fonction de l'inflation) des maisons neuves et existantes;
2. hausse des prix touchant tous les segments du marché immobilier;
3. hausse des prix non limitée à une poignée de centres urbains;
4. décalage grandissant entre la croissance des prix et la capacité de payer des ménages;
5. pour les marchés locatifs, augmentation plus rapide des prix que des rendements anticipés.

La relation entre, d'une part, le prix de l'immobilier et les paiements hypothécaires et, d'autre part, le revenu des ménages est un bon indice de la formation d'une bulle immobilière. En définitive, toutefois, il est presque impossible de mesurer la présence d'une bulle, et c'est son éclatement qui confirme de façon probante qu'elle existait.

C. L'éclatement d'une bulle immobilière

Le rôle des taux d'intérêt est primordial dans le processus de formation et d'éclatement d'une bulle immobilière. Dans un premier temps, une baisse des taux d'intérêt ou leur maintien à un faible niveau stimule la croissance des prix et entraîne l'afflux d'acheteurs et de capitaux. À un certain moment dans la phase d'expansion des prix, certains hésitent à entrer sur le marché étant donné les prix élevés, plusieurs propriétaires voient leur rendement diminuer, alors que d'autres veulent vendre leur propriété afin de retirer leurs capitaux propres ou parce

qu'ils ne peuvent plus assumer les paiements hypothécaires en raison d'une détérioration de leur situation financière.

La hausse des taux d'intérêt vient ensuite signaler que le marché a atteint le sommet du cycle. Dès lors, le coût de la possession d'un logement augmente, la demande diminue, et il se produit une décélération de la croissance des prix. Si la hausse des taux se poursuit, les prix diminuent plus ou moins rapidement et la bulle finit par éclater. Il s'ensuit que des milliers de ménages se retrouvent subitement avec un niveau d'endettement supérieur à la valeur de leur propriété.

D. Répercussions de l'éclatement : Fragilisation du système bancaire, endettement des ménages et rationnement du crédit

Une correction des prix immobiliers ou l'éclatement d'une bulle se traduit tout d'abord par l'épuisement de l'effet de richesse et son incidence négative sur la consommation des ménages. Ce mécanisme n'est qu'en partie compensé par l'ajustement des loyers à la baisse, qui crée l'effet d'un revenu favorable. Ces éléments accentuent le ralentissement cyclique de l'économie.

À l'instar de ce qui s'est produit dans le secteur des technologies de l'information et des télécommunications, le repli du marché immobilier peut déstabiliser le fonctionnement du système bancaire. Les investisseurs, jusqu'alors attirés par des perspectives de gains en capital, peuvent se retrouver incapables de rembourser leurs dettes, surtout lorsque celles-ci ont été financées à court terme et que les taux d'intérêt sont dans une phase ascendante. Parallèlement, certains ménages qui ont contracté un prêt hypothécaire peuvent, si leur situation financière se détériore, ne plus être capables d'honorer leur dette pendant la phase de ralentissement marqué de l'activité économique.

Enfin, l'accès des agents économiques au crédit (même non hypothécaire) est soumis à plus de contraintes. En effet, les institutions financières accordent de nombreux prêts moyennant certaines garanties, au premier rang desquelles figurent les actifs immobiliers. En cas de chute des prix, la capacité des emprunteurs est donc réduite, toutes choses égales par ailleurs.

L'éclatement d'une bulle immobilière devient alors susceptible d'entraîner une crise du système bancaire, comme cela c'est produit en Alberta au début des années 1980, aux

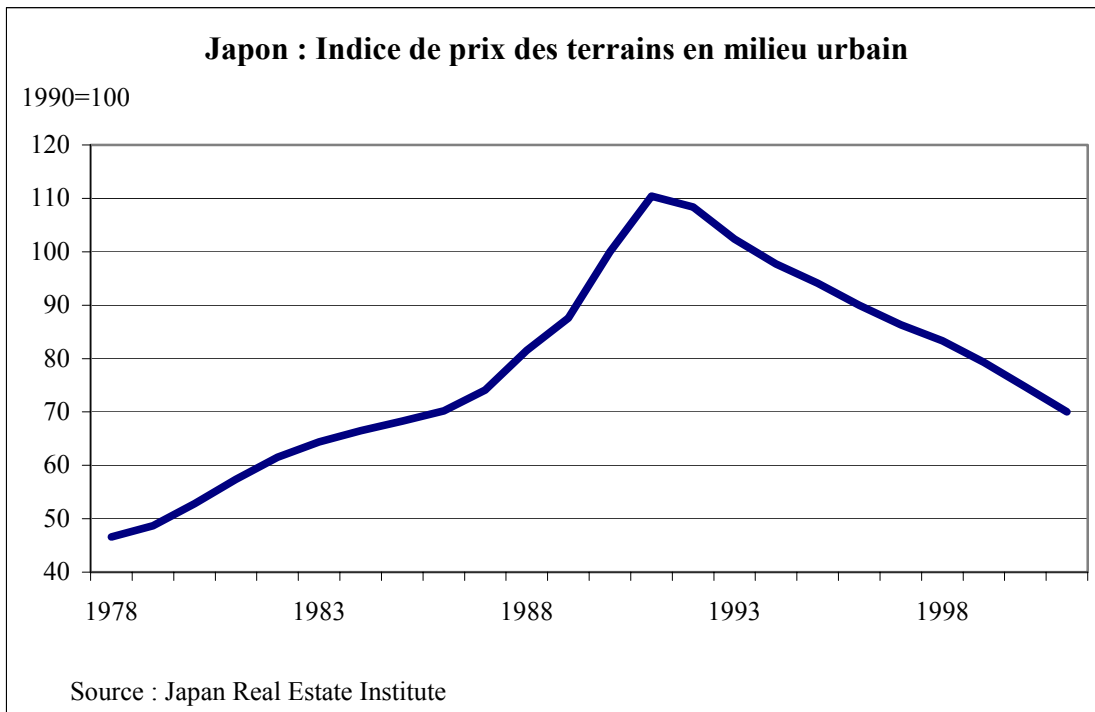
États-Unis avec la crise des Savings and Loans (caisses d'épargne), et de façon plus spectaculaire au Japon, au début des années 1990. Les institutions financières voient leurs prêts non performants gonfler, ce qui entame leur rentabilité. Dans les cas les plus extrêmes, la mise en faillite de certaines institutions financières peut se répercuter sur l'ensemble du système financier, voire du système productif. Dès lors, l'intervention de l'État paraît inévitable, entraînant une nette augmentation de la dette publique.

E. L'exemple du Japon

Au cours des 75 dernières années, l'exemple à la fois le plus typique et peut-être le plus extrême du phénomène de la bulle immobilière est survenu au Japon. Au cours de la seconde moitié des années 1980, l'orientation particulièrement accommodante de la politique monétaire japonaise a favorisé la formation de bulles sur les marchés d'actifs patrimoniaux ainsi que la fragilisation du système bancaire⁽³⁾. Au plus fort du mouvement spéculatif sur le marché immobilier, la valeur hypothétique d'un terrain dans un quartier d'affaires du centre de Tokyo équivalait presque à celle de la totalité du Canada! Après des années de politiques de crédit plutôt débridées de la part des banques japonaises et d'une politique monétaire axée surtout sur des objectifs extérieurs plutôt que sur la conjoncture économique interne japonaise, la Banque du Japon a resserré les conditions du crédit en 1989-1991, ce qui a provoqué l'éclatement des bulles financière et immobilière.

Depuis, l'économie japonaise stagne, enchaînant croissance anémique et récessions. La crise japonaise semble sans issue, caractérisée par de fortes tendances déflationnistes, un secteur bancaire ébranlé par les faillites et les mauvais prêts, la hausse du chômage et la poursuite de la correction boursière. Aucun autre pays industrialisé n'a connu pareille conjoncture depuis les années 1930.

(3) Stéphanie Guichard, « La politique monétaire et la crise japonaise », Centre d'études prospectives et d'informations internationales, n° 1998-06.



De son sommet de décembre 1989 à aujourd'hui, le Nikkei 225 – l'indice principal de la bourse de Tokyo – est passé de 38 915 à 9 185 points, une chute de 76 p. 100. Du côté immobilier, la valeur des terrains en milieu urbain a reculé de 36,6 p. 100 entre 1991 et 2001, selon les données du Japan Real Estate Institute. La chute de la valeur des actifs a naturellement provoqué celle de la consommation des ménages et d'une certaine façon, celle du modèle économique japonais.

Ce qui caractérise probablement le plus le contexte japonais de l'*après-bulle*, c'est l'efficacité limitée des instruments macroéconomiques traditionnels⁽⁴⁾ pour relancer l'économie. Les tentatives successives de relance du gouvernement japonais se sont soldées par une hausse de la dette publique brute, qui atteignait, en juin 2002, 143 p. 100⁽⁵⁾ du produit intérieur brut du pays. La politique monétaire semble tout aussi inefficace. Le taux d'escompte de la Banque du Japon est demeuré inférieur à 1 p. 100 depuis 1995 sans augmentation substantielle de la demande des ménages et des entreprises en raison de la spirale déflationniste et des contraintes

(4) Jérôme Sgard, « La longue crise de l'économie japonaise », Centre d'études prospectives et d'informations internationales, n° 84, 4^e trimestre 2000.

(5) Ministère des Finances du Japon, « Understanding Japanese budget 2002 », tiré du site Web <http://www.mof.go.jp/english/budget/brief/2002/2002-01.htm>.

imposées aux banques par la restructuration du secteur financier japonais. C'est ce que les économistes appellent la *trappe de liquidité*⁽⁶⁾.

TENDANCES RÉCENTES DU MARCHÉ IMMOBILIER

A. Le transfert de l'épargne des marchés boursiers vers les marchés immobiliers

Au Canada et ailleurs dans le monde, la dégringolade des marchés boursiers a redonné à l'immobilier ses lettres de noblesse. Certains diront même qu'à certains égards, l'immobilier a remplacé l'or comme valeur refuge. La valeur des fonds communs de placement ayant fondu, plusieurs ménages redoutent que leur fonds de pension ne puisse plus leur assurer un revenu de retraite suffisant. Pour reconstituer leur patrimoine, les ménages investissent donc davantage dans l'immobilier en achetant des propriétés plus grandes, des résidences secondaires ou des immeubles locatifs. En Amérique du Nord et en Europe, cette ruée vers l'immobilier est facilitée par le niveau des taux d'intérêt hypothécaires, qui se maintiennent près des niveaux planchers des 30 ou 40 dernières années.

Actuellement, tout le monde trouve son compte dans cette fièvre immobilière. Les investisseurs considèrent l'immobilier comme un véhicule de placement à faible risque qui procure un rendement supérieur au cours du marché. Consciemment ou non, les emprunteurs perçoivent l'endettement pour l'achat d'un bien immobilier comme profitable à long terme, estimant qu'ils pourront rembourser plus facilement leur dette grâce à la croissance de la valeur de leur propriété et à l'aide de l'inflation.

Étant donné l'incertitude qui plane sur la vitalité de l'économie mondiale (hors immobilier), la plupart des banques centrales continuent de mettre en œuvre des politiques monétaires relativement expansionnistes pour favoriser la relance. Les États-Unis appliquent une politique monétaire très expansionniste pour préserver la santé financière des ménages fortement endettés et éviter d'augmenter délibérément la proportion de leur revenu disponible consacrée à leur dette. Bref, il s'agit de sauvegarder la solvabilité du marché. En revanche, la croissance de la masse monétaire provoquée par l'injection de toutes ces liquidités sur le marché pourrait entraîner une hausse de l'inflation.

(6) Michael Hutchison, « Japan's Recession: Is the Liquidity Trap Back? », Federal Reserve Bank of San Francisco, 2000-19, 16 juin 2000.

B. La dynamique récente des marchés immobiliers au Canada et aux États-Unis

En 2001, la performance remarquable du marché immobilier a probablement évité au Canada de connaître une récession et aux États-Unis d'y rester plus longtemps.

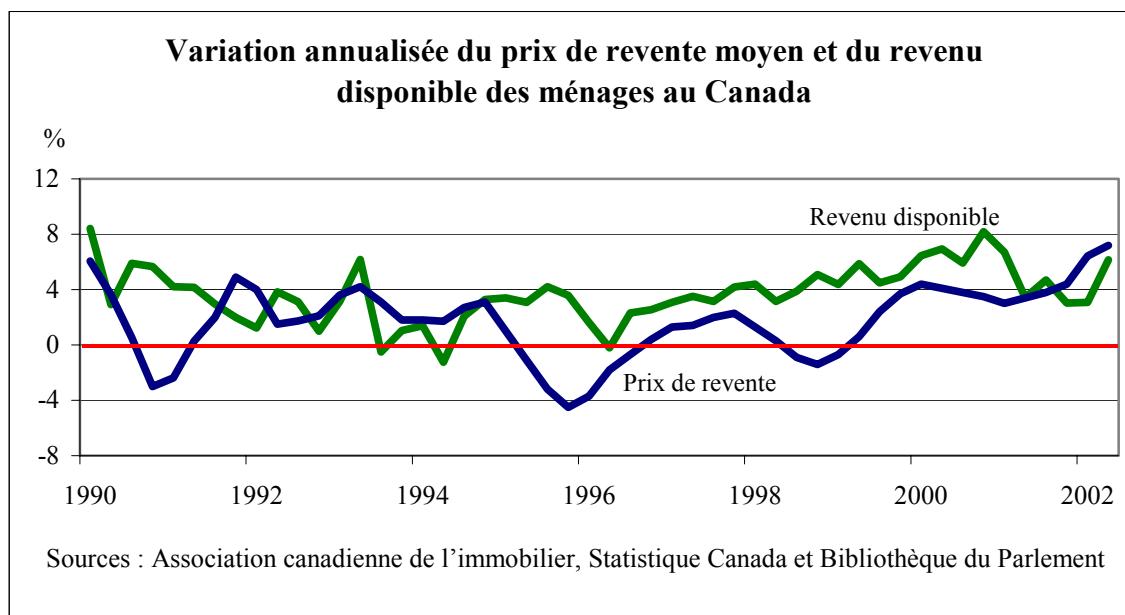
1. Canada : Robustesse des facteurs économiques fondamentaux

Le marché immobilier et les activités connexes sont l'un des fers de lance de la croissance économique canadienne. Les mises en chantier, les reventes et les prix sont en forte croissance depuis quelques années, et la tendance s'est accélérée en 2002.

La croissance rapide des prix immobiliers au Canada s'appuie essentiellement sur une évolution positive des facteurs économiques fondamentaux à la base de la demande de logements. Au Canada, le dynamisme de la demande et des prix repose notamment sur une croissance économique qui produit des emplois et accroît le revenu disponible, sur des conditions de crédit favorables et sur la rareté des logements inoccupés.

Néanmoins, à l'échelle locale, les prix immobiliers ne sont pas totalement exempts de tout mouvement spéculatif. Certains promoteurs, au moment où l'industrie se heurte à une pénurie de main-d'œuvre qualifiée, peuvent chercher à profiter au maximum de la conjoncture favorable pour augmenter leur marge bénéficiaire. La croissance générale des prix immobiliers peut être aussi influencée par la hausse des coûts de la construction de maisons neuves, comme cela se vérifie dans la région d'Ottawa-Gatineau par exemple. Sur le marché de la revente, la surenchère provoquée par la rareté de maisons à vendre peut faire en sorte que la croissance des prix s'éloigne considérablement de la tendance de long terme des prix, qui est déterminée par la croissance démographique et la hausse du revenu réel des ménages. Cette situation ne se produit que sur une minorité de marchés locaux.

Globalement, la progression tendancielle des prix immobiliers reste parallèle à celle du revenu disponible des ménages, ce qui réduit les risques de formation d'une bulle immobilière à l'échelle nationale.



2. États-Unis : Signaux contradictoires du marché immobilier

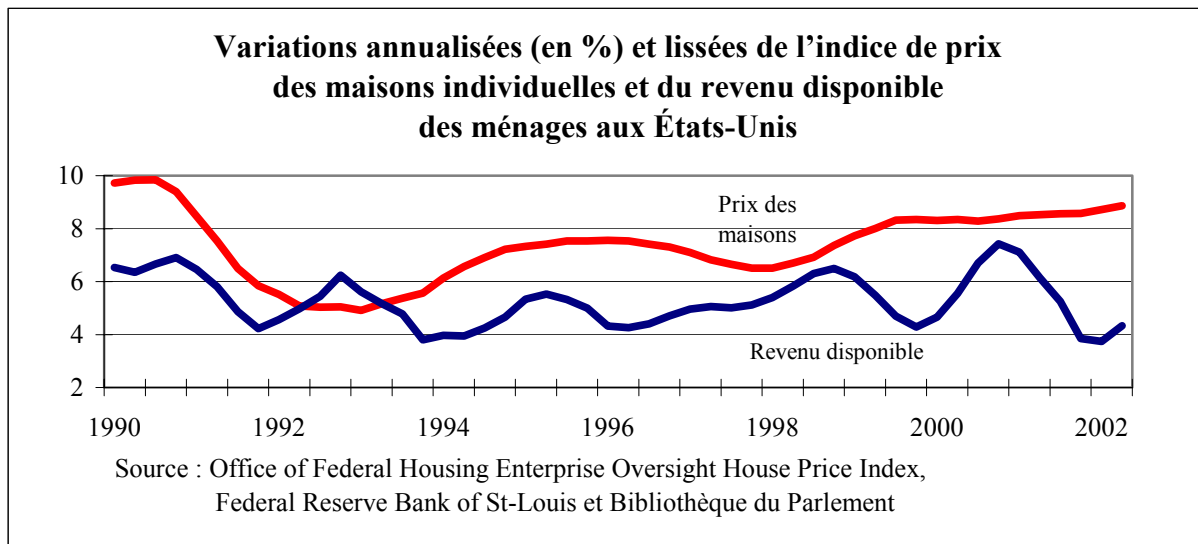
Les États-Unis connaissent depuis 1995 un boom immobilier caractérisé par une forte activité des mises en chantier et de la revente de maisons existantes ainsi qu'une croissance rapide des prix des logements. Au 30 juin 2002, le prix de revente moyen des maisons aux États-Unis avait progressé de 38,7 p. 100 sur cinq ans⁽⁷⁾. Il s'agit, en termes réels, d'une hausse de 27 p. 100 depuis 1997, la plus forte hausse sur cinq ans depuis 1945.

Cette croissance des prix a été trois fois supérieure à celle enregistrée sur le marché locatif. Normalement, le prix des maisons et les loyers devraient évoluer en tandem et refléter la hausse de la demande de logements et des revenus. Cependant, il faut rappeler qu'au premier trimestre de 2002, le taux d'inoccupation du marché des logements locatifs aux États-Unis était de 9,1 p. 100, un niveau très élevé. Cet écart entre le marché locatif et le marché de la

(7) Ces données sont basées sur le *Housing Price Index* du Office of Federal Housing Enterprise Oversight, un organisme réglementaire américain qui supervise les activités de la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) et de la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), les deux plus importantes institutions financières américaines sur le marché hypothécaire. Ces deux institutions achètent les prêts hypothécaires des prêteurs américains, notamment pour constituer des titres hypothécaires (« mortgage-backed securities ») qui seront revendus à des investisseurs. Ces transactions permettent la création d'un marché hypothécaire secondaire qui joue un rôle important au niveau de l'offre et de la liquidité du marché hypothécaire américain dans son ensemble. Cette abondance et cette liquidité des fonds hypothécaires permettent aux ménages américains d'avoir accès à des prêts hypothécaires à des taux d'intérêt plus faibles.

propriété en cette période de forte demande de logement, indique peut-être la présence d'un élément spéculatif sur le marché américain de la propriété⁽⁸⁾.

Comme il a été mentionné précédemment, la relation entre les prix et les revenus est un facteur fondamental de la formation d'une bulle immobilière. Au 30 juin 2002, le revenu disponible des Américains avait progressé de 32,9 p. 100⁽⁹⁾ par rapport à 1997, soit un rythme un peu moins rapide que celui du prix de revente moyen. Le faible écart entre la croissance du prix des maisons et celle du revenu disponible des ménages constitue l'argument principal des observateurs de l'économie américaine qui nient l'existence d'une bulle immobilière.



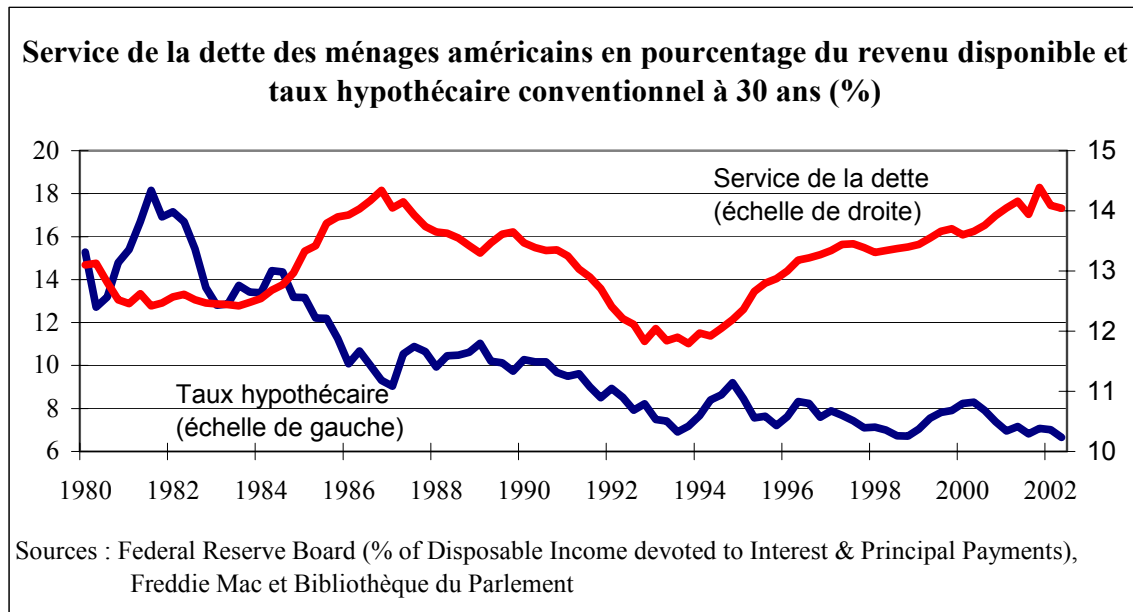
Cet argument ne convainc pas tout le monde. L'endettement des ménages américains inquiète les économistes américains, qui redoutent ses effets éventuels sur la consommation en cas de hausse des taux d'intérêt. Depuis un an, la part du service de la dette en fonction du revenu disponible des ménages américains se maintient au-dessus de 14 p. 100, malgré la faiblesse des taux hypothécaires. La dernière fois que ce ratio a dépassé les 14 p. 100 (en 1986-1987), le taux hypothécaire à 30 ans oscillait autour de 10 p. 100, alors qu'il est inférieur à 7 p. 100 aujourd'hui.

Cette situation démontre que la croissance des prix immobiliers et la consommation en général sur le marché américain reposent en partie sur l'endettement des

(8) Stephen S. Roach, « The Costs of Bursting Bubbles », *The New York Times*, 22 septembre 2002.

(9) Données provenant des Comptes nationaux américains.

ménages. Toutefois, contrairement à la situation de 1986-1987, les ménages ne peuvent compter cette fois sur un assouplissement important des conditions de crédit pour diminuer le fardeau de leur endettement, puisque les taux hypothécaires connaissent actuellement un creux historique.



D'autre part, en dépit de la croissance du marché immobilier et des conditions de crédit favorables, le pourcentage des propriétaires américains en situation de défaut de paiement a atteint, au second trimestre de 2002, son niveau le plus élevé en 30 ans, selon la Mortgage Bankers Association of America. Le pourcentage des prêts dont le remboursement présentait au moins 30 jours de retard a atteint 4,77 p. 100, contre 4,64 p. 100 un an plus tôt.

Malgré l'impact négatif évident de la hausse du chômage sur le revenu disponible des ménages, les analystes – dont l'économiste en chef de la Mortgage Bankers Association of America⁽¹⁰⁾ – restent perplexes en ce qui concerne les causes précises de la hausse du nombre de défauts de paiement et de reprises hypothécaires, qui connaissent typiquement une baisse quand le marché du logement est en croissance. En effet, la vitalité du marché devrait permettre aux propriétaires en difficulté financière de vendre leur propriété avant de devenir incapables d'honorer leurs engagements financiers. Or, la montée subite des défauts de paiement indique

(10) Diane Wedner, « Mortgage delinquency rate reaches a 30-year high », *Los Angeles Times*, 10 septembre 2002.

qu'un nombre croissant d'acheteurs ne peuvent effectuer leurs paiements hypothécaires à un moment où les prix élevés découragent de plus en plus d'acheteurs potentiels.

D'autre part, l'utilisation abusive de prêts hypothécaires sur capitaux propres, le relâchement des pratiques de gestion du risque de la part des institutions de crédit et la popularité grandissante des programmes de prêts hypothécaires sans mise de fonds minimale ont pu contribuer à l'augmentation des défauts de paiement.

LA MÉCANIQUE DU MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE AMÉRICAIN : UN FACTEUR IMPORTANT DE CONSOMMATION ET D'ENDETTEMENT

Pour soutenir l'économie et surmonter le choc émotionnel des attentats du 11 septembre 2001, les Américains ont été encouragés par les autorités politiques et économiques de leur pays à garder confiance et à consommer. Le gouvernement américain et la Réserve fédérale ont mis la main à la pâte en décrétant respectivement une baisse des impôts et une baisse des taux d'intérêt.

Continuant sur leur lancée, les propriétaires américains, grâce à la hausse de la valeur du marché immobilier et à la baisse des taux d'intérêt, ont ainsi été nombreux à *refinancer* leur propriété et à utiliser les capitaux propres qui s'y étaient accumulés pour consommer. Leur *nouveau pouvoir d'achat* leur a permis d'acheter des articles tels que des voitures ou des meubles. Cette sortie de capitaux propres du marché immobilier, bien que salutaire pour l'économie nord-américaine, s'est par ailleurs faite au détriment de la constitution d'un patrimoine en prévision de la retraite au moment où les ménages américains venaient de perdre des billions de dollars sur les marchés boursiers⁽¹¹⁾.

Il faut dire que le cadre institutionnel et le système fiscal américain se prêtent à ce genre d'opération.

A. La déductibilité des intérêts sur les prêts hypothécaires

Aux États-Unis l'une des meilleures raisons de posséder une maison, sur le plan financier, est la diminution d'impôt qui résulte de la possibilité de déduire de son revenu les intérêts payés sur un prêt hypothécaire. Cette déduction demeure d'ailleurs l'un des derniers

(11) Roach (2002).

abris fiscaux offerts aux contribuables de la classe moyenne américaine⁽¹²⁾. Ainsi, en dépit des nombreux changements apportés à la loi de l'impôt au cours des dernières années, afin de supprimer ou de réduire nombre de déductions fiscales visant des biens ou des activités précises, les intérêts hypothécaires ont été épargnés.

La déductibilité des intérêts hypothécaires permet aux Américains de réduire considérablement le coût d'être propriétaires. Ainsi, plus la somme empruntée est élevée, plus la réduction d'impôt est importante. L'économie est aussi proportionnelle au taux d'imposition du contribuable. Les frais d'hypothèque versés au prêteur, de même que les pénalités financières associées aux remboursements anticipés et les taxes foncières, sont également déductibles.

Pour pouvoir déduire l'intérêt sur une dette, une personne doit être légalement responsable de cette dette. Aux États-Unis, le montant maximal de la dette hypothécaire est d'un million de dollars. Les intérêts hypothécaires relatifs à un prêt pour l'achat d'une résidence secondaire peuvent aussi être déduits du revenu d'un contribuable.

B. Les prêts hypothécaires sur capitaux propres

Le système fiscal américain permet aussi de déduire les intérêts hypothécaires liés aux prêts sur capitaux propres, c'est-à-dire sur la valeur nette d'une maison (« home equity loan »), alors que cette déduction n'est pas autorisée pour les intérêts payés sur les emprunts par carte de crédit, les prêts personnels etc. Les prêts sur capitaux propres sont généralement accordés à un taux d'intérêt légèrement supérieur au taux d'escompte, puisqu'ils sont garantis par la valeur de la maison de l'emprunteur. En cette période de hausse du marché immobilier, les prêts sur capitaux propres sont très populaires auprès des ménages américains, puisque leur utilisation ne fait l'objet de presque aucune restriction. L'exception à cette règle générale est que les intérêts ne sont pas déductibles si le montant du prêt sur capitaux propres est employé pour acheter des titres ou des produits financiers qui produisent un revenu exempt d'impôt. Ils peuvent cependant être utilisés pour consolider des dettes ou pour acquérir ou faire à peu près n'importe quoi (rénovations, consommation courante, frais de scolarité, frais médicaux, voyages, etc.).

Les ménages américains essaient donc autant que possible de lier toutes leurs dettes à leur propriété grâce à un prêt sur capitaux propres de manière à ce que les intérêts sur

(12) Tiré du site Web de Latour Realty (<http://www.daniellatour.com>) le 15 octobre 2002.

l'ensemble de leur passif soient déductibles. Les intérêts sur ce type de prêt sont déductibles du revenu dans la mesure où le prêt ne dépasse pas 100 000 \$.

C. Le refinancement avec sortie de capitaux propres

La faiblesse actuelle des taux hypothécaires aux États-Unis incite beaucoup de propriétaires à refinancer leur hypothèque pour abaisser leurs mensualités et dans certains cas retirer une partie des capitaux propres accumulés.

En plus de la dette initiale, le régime fiscal américain limite à 100 000 \$ le montant d'une dette refinancée ouvrant droit à la déduction des d'intérêts hypothécaires.

Au premier trimestre de 2002, le ratio moyen des capitaux propres sur la valeur marchande des maisons des propriétaires américains était de 55 p. 100, soit bien en deçà des moyennes historiques. De fait, il se chiffrait à plus de 67 p. 100 tout au long des années 1960, 1970 et 1980. Puisque l'âge moyen population américaine est plus élevé aujourd'hui qu'au cours des décennies précédentes, ce fléchissement du ratio n'est pas négligeable.

D. Vers une bulle immobilière?

Dans un discours sur la politique économique et monétaire prononcé le 17 juillet dernier devant le Congrès américain, le président de la Réserve fédérale américaine, Alan Greenspan, affirmait ne pas voir de bulle immobilière d'envergure nationale aux États-Unis. Il faisait ainsi écho à un certain nombre de porte-parole de l'industrie qui soutiennent que si les cycles passés de hausse rapide des prix sur le marché immobilier ont pu être provoqués par le comportement spéculatif des ménages, la phase actuelle découle en grande partie des difficultés d'approvisionnement des entreprises du secteur. Ces affirmations ont-elles simplement pour but de rassurer les ménages et les marchés afin d'éviter un mouvement de panique? Y aurait-il conflit d'intérêts?

Toujours est-il que la formation de bulles immobilières à l'échelle locale est possible, comme le mentionne le Office of Federal Housing Enterprise Oversight dans son rapport pour le second trimestre de 2002, publié en septembre dernier. De plus, cet organisme gouvernemental américain affirme que les données sur les permis de bâtir et les mises en chantier ne permettent pas d'exclure la possibilité que le marché immobilier américain fasse l'objet d'un mouvement spéculatif; il contredit ainsi à mots couverts les ténors de l'industrie

américaine de l'habitation, sans pour autant reconnaître la présence d'une bulle immobilière d'importance.

Aux États-Unis, le cri d'alarme est plutôt lancé par certains économistes de renom⁽¹³⁾. À ceux qui affirment que les États-Unis ne sont pas le Japon de l'*avant-bulle*, ils répliquent en insistant sur certaines similitudes :

1. Le marché immobilier est fortement stimulé par la faiblesse des taux d'intérêt, qui demeurent bas malgré la hausse rapide des prix immobiliers. En cas de déflation, provoquée par la chute de la valeur des actifs, la marge de manœuvre de la politique monétaire serait limitée.
2. La crise de gouvernance des entreprises suscitée par les affaires Enron et Worldcom ressemble à certaines pratiques du milieu des affaires observées autrefois au Japon et plus généralement en Asie.
3. Le déficit budgétaire américain actuel limite la capacité de la politique fiscale à appuyer un assouplissement éventuel de la politique monétaire.

Enfin, à leur avis, les données disponibles montrent que les ménages américains achètent des biens immobiliers principalement pour investir plutôt que pour se loger.

Il est impossible de prévoir l'avenir avec exactitude, mais certains signes donnés par la conjoncture actuelle et l'apparence d'une bulle immobilière laissent présager une éventuelle déflation de l'économie en cas de convergence de tous les risques en jeu.

CONCLUSION

Au Canada, les données récentes ne permettent pas de conclure à l'existence d'une bulle immobilière, essentiellement parce que les prix immobiliers à l'échelle du pays suivent à peu près le même rythme que les revenus des ménages. Pourtant, en juin 2002, RBC Groupe financier soulignait que :

La surchauffe de quelques segments locaux et les premiers indices de conditions propices à la spéculation ne suffisent pas comme preuve de l'existence d'une bulle spéculative qui susciterait des problèmes sur le

(13) Voir Dean Baker, « The run-up in home prices: Is it real or is it another bubble? », document publié par le Center for Economic and Policy Research, Washington (D.C.), 5 août 2002; Paul Krugman, « Mind the gap », *The New York Times*, 16 août 2002; et Roach (2002).

front de l'inflation et de la politique monétaire canadienne; mais ces indices sont suffisamment prononcés pour justifier leur mise sous observation [...] ⁽¹⁴⁾

Toutefois, la situation est moins claire aux États-Unis. La consommation compte pour deux tiers de l'économie américaine et il ne faut pas oublier que la santé financière des ménages américains est déterminante pour la vitalité de l'économie canadienne. Un appauvrissement des ménages américains consécutif à l'éclatement d'une bulle immobilière de grande envergure aurait des conséquences non négligeables sur les exportations et l'économie canadiennes.

Vu les liens économiques entre les deux pays, la présence possible d'une bulle immobilière aux États-Unis n'est pas sans intérêt pour le Canada, qui devrait lui porter une attention particulière afin de prévoir, si possible, des façons d'atténuer un choc éventuel.

(14) Derek Holt, « Indices d'une bulle spéculative immobilière nord-américaine », RBC Groupe Financier, juin 2002, p. 5.