

# **Présentation au Comité permanent des ressources humaines, du développement des compétences, du développement social et de la condition des personnes handicapées**

## **Audiences sur la « financiarisation du logement »**

**Par Tsur Somerville, Ph.D.**

**Le 30 juin 2023**

Je suis honoré d'avoir l'occasion de présenter au Comité permanent mon évaluation de la financiarisation du logement au Canada.

### **Qualifications**

Je m'appelle Tsur Somerville. Je suis professeur à l'UBC Sauder School of Business depuis 1993. J'ai un doctorat en économie et mes recherches universitaires et d'intérêt général portent sur un large éventail de sujets liés à l'aménagement immobilier, à l'offre de logements, aux marchés du logement, à l'abordabilité du logement, au financement du logement et à la politique liée au logement et au financement du logement. J'ai travaillé avec tous les ordres de gouvernement et j'ai été consulté par chacun d'eux au sujet de la politique en matière de logement.

### **Définition de la financiarisation**

Le terme « financiarisation » appliqué au logement provient d'une analyse néomarxiste faite par des géographes urbains critiques, qui ont ainsi caractérisé l'investissement dans le logement lorsqu'il y a une certaine séparation entre les actifs et les investisseurs. Il s'agit d'une structure financière où les propriétés sont détenues par une entité juridique qui possède des unités ou des parts, qui deviennent ensuite la propriété d'un groupe d'investisseurs. Ces unités ou ces parts sont négociées sans que ne change le propriétaire des actifs sous-jacents dont dérivent les valeurs des unités ou des parts. Les rendements des investisseurs sont déterminés par les distributions ou les dividendes reçus en fonction des flux de trésorerie nets liés aux actifs sous-jacents et de l'évolution des prix des unités et des parts<sup>1</sup>.

### **Les modes de propriété**

La structure financière décrite ci-dessus n'a rien de nouveau. C'est cette forme que revêtent et ont revêtu toutes les sociétés de capitaux, depuis la première occurrence connue, dans la Chine du XII<sup>e</sup> siècle, jusqu'aux sociétés cotées en bourse d'aujourd'hui, dont les titres s'échangent sur

---

<sup>1</sup> Les définitions plus extrêmes de la financiarisation englobent essentiellement tous les investisseurs, de sorte que la propriété privée du logement est considérée comme le problème.

les places boursières du monde entier, en passant par la Société des Moulins du Bazacle de la France du XIV<sup>e</sup> siècle et par la Compagnie des Indes orientales du Royaume-Uni au XVII<sup>e</sup> siècle. Au Canada, les grandes sociétés immobilières cotées en bourse ont été très présentes sur le marché pendant les années 1980, avant que des sociétés comme Cadillac Fairview, Ivanhoe Cambridge et Oxford ne soient achetées par de grandes caisses de retraite.

Il y a détournement intellectuel dès lors qu'on établit la moindre équivalence entre la financiarisation et un type de propriété en particulier – qu'il s'agisse de fiducies de placement immobilier (FPI) ou de fonds spéculatifs (le point de mire des critiques aux États-Unis). Toute forme de propriété immobilière selon laquelle les investisseurs possèdent des unités qu'ils peuvent négocier et qui sont distinctes du bien immeuble sous-jacent correspondrait à la définition. Cela comprend les sociétés d'exploitation immobilière cotées en bourse, les FPI et tout autre fonds immobilier à capital fixe, qu'il s'agisse d'investisseurs individuels ou institutionnels. En termes plus généraux, cela signifie que tous les investisseurs dans l'immobilier sont « financiarisés », à l'exception de la propriété privée unique de biens immobiliers par des entités non cotées, et ce, depuis des années. Associer un mode de propriété unique à la « financiarisation » – les FPI, au Canada – est malhonnête.

### **Le mode de propriété est-il important?**

Si la financiarisation est un problème, alors les entités immobilières que vise sa définition devraient se comporter différemment des autres investisseurs immobiliers. Premièrement, rien n'indique clairement pourquoi un propriétaire privé d'un seul immeuble locatif serait moins intéressé à réaliser un profit qu'une grande entité cotée en bourse. S'il est possible d'augmenter les loyers, les deux le feront. Deuxièmement, rien n'indique clairement pourquoi un mode de propriété devrait avoir pour objectif de traiter les locataires mieux ou moins bien qu'un autre, si dans les deux cas, on tente de maximiser les profits. La notion de « propriétaire de taudis » est antérieure aux FPI, le fictif M. Potter de *La vie est belle* a escroqué ses locataires vivant dans de mauvaises conditions à « Potterville », le très réel Fred Trump a fait de la discrimination contre d'éventuels locataires minoritaires, et les entreprises familiales Kushner ont expulsé agressivement des locataires et payé des amendes pour des frais excessifs et pour défaut d'entretenir adéquatement des propriétés<sup>2</sup>. Aucun d'entre eux ne correspond à la définition d'un propriétaire « financiarisé ».

### **La taille d'une société immobilière est-elle importante?**

---

<sup>2</sup> « No Vacancies' for Blacks: How Donald Trump Got His Start and Was First Accused of Bias ». *New York Times*, 27 août 2016, <https://www.nytimes.com/2016/08/28/us/politics/donald-trump-housing-race.html>. « Kushner Company Agrees to Pay at Least \$3.25 Million to Settle Claims of Shoddy Apartments and Rent Abuses ». *ProPublica*, 23 septembre 2022 <https://www.propublica.org/article/kushner-apartments-lawsuit-baltimore-maryland-settlement>. « Management company owned by Jared Kushner files to evict hundreds of families as moratoriums expire ». *Washington Post*, 5 novembre 2020, <https://www.washingtonpost.com/business/2020/11/05/kushner-evictions-pandemic-westminster-management/>

Bien que le mode de propriété puisse être sans incidence, la taille de la firme peut être importante. Les petits propriétaires privés très endettés sont moins susceptibles d'avoir les ressources nécessaires pour entretenir adéquatement leurs propriétés et de connaître les droits légaux des locataires. Les grandes entreprises ont accès à des sources de capitaux plus variées, de sorte qu'il est peu probable qu'elles soient incapables d'entretenir une propriété. En revanche, l'équilibre du pouvoir entre un locataire et un propriétaire dépend du nombre de propriétés qu'un propriétaire possède. Si un propriétaire possède une seule propriété, l'expulsion de l'unique locataire entraîne une perte de 100 % du revenu de location net. Le revenu locatif net d'une entreprise qui possède des centaines de logements n'est pas touché fonctionnellement par la perte de loyer d'un seul locataire, et un certain pourcentage de perte n'est qu'un article dans son analyse financière, comme les allocations pour inoccupation et pertes sur créances. De plus, en cas de différend, la grande entreprise est plus susceptible d'avoir accès à une meilleure expertise qu'un petit propriétaire. Cela donne à penser qu'en théorie, la taille est un facteur plus important pour le bien-être des locataires que le mode de propriété, bien que l'on ne sache pas clairement si un propriétaire de plus petite ou de plus grande taille est plus avantageux pour eux. Par exemple, en cas d'infraction, les grands propriétaires sont une cible plus attrayante pour les gouvernements ou les recours collectifs.

Une préoccupation importante liée à la taille est de savoir si une entreprise a une part de marché suffisante pour exercer un pouvoir de marché et fixer les loyers. Les économistes affirment généralement que la possibilité d'un comportement oligopolistique devient préoccupante à partir du moment où le ratio de concentration des quatre entreprises (part du marché détenue par les quatre plus grandes entreprises) dépasse 40 %<sup>3</sup>. Si l'on examine seulement les FPI au Canada, toutes les FPI possédaient ensemble environ 130 000 logements sur un univers de location comptant 4,96 millions de ménages en 2021. Il s'agit d'une part totale – pas de celle de quatre grandes entreprises – de moins de 3 %, ce qui est bien en deçà des niveaux les plus bas de pouvoir de marché<sup>4</sup>. La grande diversité et l'étendue des propriétés locatives font en sorte qu'il ne s'agit pas d'un marché propice à la concentration. Si l'on considère l'affirmation d'August (2022) selon laquelle les entreprises financières détiennent de 20 % à 30 % du parc de logements locatifs construits à cette fin, cela ne représenterait que 15 % de tous les logements locatifs. Et ce groupe comprend non seulement les FPI, mais tous les types d'investisseurs institutionnels, ce qui rend toute notion de pouvoir de marché réel incompatible avec l'ensemble des recherches économiques sur la concentration et le pouvoir de marché<sup>5</sup>. Toutefois, dans les petites collectivités, surtout dans le Nord, où il y a peut-être un très petit nombre d'immeubles à appartements, il est beaucoup plus probable que le ou les grands propriétaires d'une collectivité aient un pouvoir de marché.

---

<sup>3</sup> Des travaux récents tendent à indiquer qu'il faudrait mettre davantage l'accent sur le changement des niveaux de concentration, plutôt que seulement sur les niveaux eux-mêmes : Nocke V. et M. D. Whinston. 2022. « Concentration Thresholds for Horizontal Mergers ». *American Economic Review*, 112 (6), 1915-48.

<sup>4</sup> Même si les FPI canadiennes détenaient toutes leurs unités dans la ville de Toronto, elles auraient collectivement une part de marché de 23 %.

<sup>5</sup> August, M. 2022. « La financiarisation du logement Canada » et « La financiarisation du logement locatif multifamilial au Canada ». Rapports pour le Bureau de la défenseure fédérale du logement.

## Preuves empiriques

Les preuves concernant le comportement du propriétaire sont plutôt minces. Raymond et coll. (2018) constate qu'à Atlanta, les maisons unifamiliales ayant fait l'objet de forclusion achetées par les grands propriétaires (qui possèdent 15 logements ou plus) ont un taux d'expulsion plus élevé que les petits propriétaires, et que parmi les propriétaires institutionnels, deux sur neuf étaient plus agressifs dans l'expulsion des locataires que les grands propriétaires privés<sup>6</sup>. Dans son étude des immeubles d'habitation à Atlanta, Raymond et coll. (2021) constate que les grands propriétaires (ceux qui possèdent trois propriétés ou plus) sont plus susceptibles d'expulser des locataires et de se trouver dans des endroits où l'embourgeoisement a lieu<sup>7</sup>. Les deux documents ne traitent pas de la probabilité d'expulsion avant achat, c'est-à-dire que différents investisseurs choisissent différents types de propriétés, de sorte qu'on ne sait pas clairement si certains propriétaires expulsent davantage ou achètent des propriétés dont la probabilité d'expulsion est plus élevée. De la même façon, investir dans des quartiers où il y a de l'embourgeoisement se traduira par un plus grand roulement de locataires pour tous les types de propriétaires, car le changement se fera au niveau du quartier plutôt qu'au niveau de la propriété. Bien qu'ils ne soient pas concluants, ces deux documents laissent bel et bien entrevoir des différences potentielles dans le comportement des propriétaires en fonction de la taille plutôt que du type de propriété. Ce n'est pas la titrisation qui compte, mais la taille.

## Logements locatifs au Canada et type de propriétaire

Tant que les logements au Canada ne seront pas la propriété de l'État, la grande majorité des logements locatifs seront fournis par le marché privé. Le coût élevé de l'investissement dans l'immobilier au Canada signifie que les particuliers qui veulent investir dans l'immobilier ont deux options : posséder une seule propriété, ou investir dans des sociétés de personnes syndiquées et des biens immobiliers titrisés, c.-à-d. être un petit propriétaire ou investir dans une entité « financiarisée ». Un petit propriétaire qui possède une seule propriété peut en fait exposer un locataire à un plus grand risque d'expulsion. Les données de l'Enquête canadienne sur le logement (ECL) montrent qu'environ 57 % des expulsions surviennent pour des raisons qui peuvent se produire lorsqu'un petit propriétaire possède un seul logement (vente d'une propriété et utilisation par le propriétaire; marché locatif secondaire), mais pas lorsqu'un grand propriétaire possède un immeuble locatif à logements multiples construit à cette fin (marché locatif primaire)<sup>8</sup>. Selon l'ECL, les expulsions pour rénovation n'ont eu lieu que dans 7,5 % des cas. Cela donne à penser qu'il peut y avoir des raisons précises au Canada pour lesquelles les grands propriétaires sont plus avantageux pour les locataires. De plus, pour un petit investisseur,

---

<sup>6</sup> Raymond, E.L., Duckworth, R., Miller, B., Lucas, M. et S. Pokharel. 2018. « From Foreclosure to Eviction: Housing Insecurity in Corporate-Owned Single-Family Rentals ». *Cityscape*, 20 (3), 159-188.

<sup>7</sup> Raymond, E.L., Miller, B., McKinney, M. et J. Braun. 2021. « Gentrifying Atlanta: Investor Purchases of Rental Housing, Evictions, and the Displacement of Black Residents ». *Housing Policy Debate*, 31 (3), 818-834, DOI: 10.1080/10511482.2021.1887318

<sup>8</sup> Silas Xuereb, S. et C. Jones. « Estimating No-fault Evictions in Canada: Understanding BC's Disproportionate Eviction Rate » dans l'Enquête canadienne sur le logement 2021. Canadian Housing Evidence Collaborative Report, mai 2023.

les biens immobiliers titrisés, comme les FPI, sont une meilleure option ajustée en fonction du risque pour investir dans des biens immobiliers productifs de revenus, comme des immeubles locatifs résidentiels, en raison de la diversification qu'ils peuvent permettre dans l'ensemble des propriétés et des marchés. Posséder une seule propriété est l'option la moins diversifiée et la plus risquée pour un petit investisseur.

### **Abordabilité des logements locatifs**

Les économistes du logement s'entendent pour dire que le principal défi auquel font face les marchés canadiens du logement est l'absence d'offre. Par exemple, la SCHL estime que le pays aura besoin de 3,5 millions de logements supplémentaires d'ici 2030<sup>9</sup>. Il n'y aura pas de nouveaux logements locatifs sans des investisseurs prêts à engager des fonds pour acquérir des propriétés. Toute mesure qui rend cet investissement plus difficile ou impose des restrictions déraisonnables aux investisseurs fera baisser la demande des investisseurs voulant acquérir des propriétés locatives, ce qui se traduira par moins de nouvelles constructions dont le pays a besoin pour accueillir de nouveaux arrivants et combler le manque à gagner actuel. Même si de nouveaux logements locatifs sont construits dans le haut de gamme et que les logements sont plus chers, les locataires à faible revenu en profitent tout de même. Ce processus de filtrage et de chaînes d'inoccupation, où même de nouvelles constructions coûteuses procurent des avantages aux locataires à faible revenu, est bien étayé dans la théorie économique et par les récents travaux d'Asquith, Mast et Reed (2023), de Brastu, Harjunen et Saarimaa (2023), et de Mast (2023)<sup>10</sup>.

### **Objectifs du Comité**

Si le Comité se soucie de l'abordabilité du logement, trouver des moyens de restreindre l'investissement dans le logement est contre-productif et mine l'objectif déclaré d'améliorer cette abordabilité. Toutefois, cela ne signifie pas que la protection des locataires est une mauvaise idée, car les gains en matière de stabilité d'occupation pourraient bien dépasser les coûts supplémentaires que cela impose au système. La théorie et les preuves partielles sur les déséquilibres de pouvoir entre les locataires et les grands propriétaires, qui entraînent des taux d'expulsion plus élevés, donnent à penser qu'il est possible de s'assurer que les locataires disposent de ressources adéquates pour protéger leurs droits.

---

<sup>9</sup> SCHL. 2022. *Pénurie de logements au Canada : Estimation des besoins pour résoudre la crise d'abordabilité du logement au Canada d'ici 2030*

<sup>10</sup> Asquith, B.J., Mast, E., et D. Reed. 2023. « Local Effects of Large New Apartment Buildings in Low-Income Areas ». *The Review of Economics and Statistics*. 105 (2), 359-375. Bratu, C., Harjunen, O. et T. Saarimaa. 2023. « JUE Insight: City-Wide Effects of New Housing Supply: Evidence from Moving Chains ». *Journal of Urban Economics*. 133. Mast, E. 2023. « JUE Insight: The Effect of New Market-Rate Housing Construction on the Low-Income Housing Market ». *Journal of Urban Economics*. 133.