



**Discours prononcé par David Wolf,
conseiller, au nom de Timothy Lane
sous-gouverneur à la Banque du Canada
devant la Chartered Financial Analysts Society
Edmonton (Alberta)
le 11 janvier 2010**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

Le secteur canadien du logement de la récession à la reprise : une perspective générale

Bonjour. Je vous remercie de m'avoir invité à venir discuter avec vous aujourd'hui. Le début d'une nouvelle année est un moment propice à la réflexion, sur les douze mois qui viennent de s'écouler et sur ce que l'avenir nous réserve. L'année 2009 a sans nul doute été marquée par des bouleversements économiques et financiers considérables aux quatre coins du monde, qui ont plongé le Canada dans une grave récession. Toutefois, la reprise a commencé à l'échelle du globe et nous pouvons nous attendre à ce qu'elle s'enracine davantage à mesure que l'année avancera.

Aujourd'hui, je me pencherai sur certaines tendances de l'économie canadienne et plus précisément sur un important secteur, celui du logement. Ces derniers mois, le raffermissement du marché de l'habitation, celui de la revente surtout, a été saisissant.

La Banque du Canada porte un grand intérêt au logement, qu'elle considère sous deux angles. Premièrement, il importe qu'elle tienne compte du marché de l'habitation lorsqu'elle formule la politique monétaire. En effet, ce marché constitue un élément crucial de l'économie canadienne et il joue normalement dans les cycles économiques un rôle disproportionné par rapport aux autres secteurs. La richesse immobilière procure une garantie à l'appui des emprunts et des dépenses des ménages. Par ailleurs, l'augmentation des coûts de logement est une composante importante de la hausse des prix à la consommation, et la demande de logements est une mesure de la confiance des ménages. Le marché de l'habitation est aussi très sensible aux variations des taux d'intérêt; il représente donc un canal important par lequel la politique monétaire peut influencer sur l'économie.

Deuxièmement, l'expérience a montré que la hausse et l'effondrement des prix des maisons ont engendré des épisodes d'instabilité financière dans de nombreux pays. Comme l'achat d'une maison est le principal motif d'emprunt des ménages, le logement constitue un poste important des bilans des ménages et des institutions financières. L'évolution du marché américain de l'habitation ces deux dernières années illustre de manière éloquent ce lien entre la stabilité du système financier et le secteur du logement. La correction brutale qui s'est opérée dans ce secteur a été à l'origine de la turbulence financière aux États-Unis, qui a commencé en août 2007 et s'est propagée dans le reste du monde, entraînant une récession mondiale.

Le Canada n'a pas connu d'ajustement aussi spectaculaire, tant au cours de cette récession que durant les dernières années, ce qui a suscité un vif intérêt sur la scène internationale. Il importe

donc de comprendre les politiques qui touchent le marché de l'habitation, afin de pouvoir renforcer et préserver les éléments stabilisateurs de notre système.

Aujourd'hui, j'ai l'intention d'examiner les implications de l'évolution du secteur du logement pour la politique monétaire et la stabilité financière. Je commencerai par situer le contexte en faisant un survol des perspectives économiques pour le monde et le Canada. Puis j'examinerai plus en détail les facteurs qui ont permis au marché canadien de l'habitation d'afficher une aussi bonne tenue tout au long de la crise mondiale et quelques-uns des défis qui l'attendent au cours de la reprise. J'expliquerai en outre comment nous, à la Banque du Canada, tenons compte de l'évolution du marché du logement dans nos décisions en matière de politique monétaire.

Analyse rétrospective et prospective de l'économie canadienne

En 2009, l'économie mondiale a pris des allures de montagnes russes. Au début de l'année, elle a plongé presque en chute libre dans une récession profonde et synchronisée d'envergure internationale déclenchée par la crise financière qui secouait la planète. Même si le Canada s'est mieux tiré d'affaire que bien d'autres pays tout au long de la crise, nous avons ressenti les effets de celle-ci par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance.

Des interventions énergiques et coordonnées ont été menées par les pouvoirs publics de nombreux pays pour combattre la crise. Au nombre de celles-ci, notons d'importantes mesures de soutien des systèmes financiers, des programmes substantiels de relance budgétaire et un assouplissement monétaire qui a fait baisser les taux directeurs de toutes les grandes économies avancées à des creux historiques.

Le Canada a participé activement aux initiatives prises à l'échelle du globe. Nous n'avons pas eu à renflouer nos institutions financières, par contre nous avons procédé vigoureusement à la mise en œuvre de politiques budgétaire et monétaire. Guidée par la cible d'inflation de 2 %, la Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour essentiellement à sa valeur plancher, soit 25 points de base. Elle a également établi un cadre de politiques non traditionnelles qui pourraient servir à augmenter le degré de détente monétaire au besoin. Elle a mis à exécution un élément de ce cadre – son engagement à maintenir le taux à la valeur plancher jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010, sous réserve des perspectives concernant l'inflation – en indiquant qu'elle disposait d'autres politiques non traditionnelles, en cas de besoin.

Cet effort international a fourni l'élan nécessaire en vue de la reprise à l'échelle du globe, qui a commencé à s'enraciner au milieu de 2009. Dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque du Canada a fait état du début de la reprise, et les perspectives mondiales se sont quelque peu améliorées depuis. Toutefois, des vulnérabilités importantes subsistent, car la reprise repose encore largement sur le soutien de l'État, le secteur privé n'arrivant toujours pas à assurer une croissance durable.

Au Canada, la relance de l'économie s'est amorcée au troisième trimestre de 2009, mais elle s'est avérée plus faible qu'escompté dans le *Rapport*. Elle a été favorisée par la détente monétaire et budgétaire, l'augmentation de la richesse des ménages, l'amélioration des conditions financières, le regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs, le relèvement naissant de l'économie mondiale et le renforcement des termes de l'échange. Au même moment, la faiblesse de la reprise de l'économie américaine et la vigueur persistante du

dollar canadien ont pesé sur la croissance au Canada. La résultante de ces facteurs a eu tendance à modifier la composition de la demande globale : la demande intérieure ayant crû davantage que les exportations nettes.

Dans l'ensemble, nous croyons toujours que la reprise au Canada sera vraisemblablement plus graduelle qu'au cours des cycles précédents. Même si le taux d'inflation est à présent inférieur à la cible de 2 %, la Banque s'attend à ce qu'il y revienne lorsque l'économie retournera à son potentiel.

Évolution récente du marché canadien du logement

Après ce tour d'horizon des perspectives concernant l'ensemble de l'économie canadienne, je me concentrerai sur le secteur du logement, en commençant par un bref rappel des événements récents. Comme vous le savez, l'activité dans le secteur canadien du logement a nettement reculé en 2008 et au début de 2009 en raison de la récession mondiale. Le taux de rotation sur les marchés de la revente a baissé de quelque 40 % par rapport aux sommets atteints précédemment, alors que le nombre de mises en chantier est descendu à 118 500 logements, un niveau bien inférieur à la moyenne susceptible de se maintenir à long terme et estimée à environ 175 000 logements. Cependant, la correction du marché du logement au pays est loin d'avoir été aussi dévastatrice que l'effondrement du marché américain de l'habitation, ce qui tient en partie au fait que la hausse des prix avant la crise n'a pas été aussi forte au Canada qu'aux États-Unis. Entre 2000 et 2006, l'augmentation des prix des maisons chez nos voisins du sud a été presque deux fois plus élevée qu'au Canada. Cela dit, les prix ont continué de progresser ici durant une plus longue période¹.

Qui plus est, au Canada, il n'y a pas eu de surinvestissement dans le logement comme celui qui a nécessité des corrections douloureuses aux États-Unis et dans d'autres pays. Dans notre pays, la croissance continue des investissements dans l'immobilier résidentiel (c'est-à-dire la construction de nouvelles maisons) durant la majeure partie de la décennie passée tenait principalement à la vigueur de l'emploi et à une hausse soutenue des revenus, favorisées par le renchérissement des produits de base. En outre, un certain degré de rattrapage s'opérait par suite du sous-investissement dans les années 1990. L'environnement propice à l'emprunt dans cette période, caractérisé par des taux d'intérêt relativement bas et des modalités de prêt hypothécaire flexibles, a également joué un rôle important. Compte tenu de tous ces facteurs, au moment où la crise financière mondiale a touché le Canada, le stock de logements à vendre y était peu élevé comparativement à d'autres pays.

Derrière ce portrait national, les conditions ont varié d'une région à l'autre. Durant une bonne partie de la dernière décennie, les marchés de l'habitation dans l'Ouest canadien ont été particulièrement robustes, car l'action conjuguée de l'afflux de nouveaux résidents, de la hausse des niveaux de revenus liée à la vigueur des prix de l'énergie et d'une offre limitée de logements a tiré les prix des maisons vers le haut. En Alberta, cette conjoncture a provoqué une vive réaction de l'offre, l'activité s'accéléralant nettement dans le secteur de la construction résidentielle.

¹ Données provenant d'un commentaire économique de J. MacGee, diffusé en décembre 2009 par la Banque fédérale de réserve de Cleveland et intitulé *Why Didn't Canada's Housing Market Go Bust?* Sources citées : pour les États-Unis, S&P/Case-Shiller (indice composite portant sur vingt villes); pour le Canada, Teranet (indice composite portant sur six villes).

Mais compte tenu de la récession et de la chute des cours des produits de base, la correction du marché du logement s'est avérée inévitable. Dans l'ensemble du Canada, les prix de revente ont diminué d'environ 9 %², et ceux des maisons neuves, de quelque 3,5 %³ par rapport aux sommets atteints en 2008. La correction a été nettement plus prononcée toutefois dans les régions qui avaient enregistré les plus fortes hausses. Ici, en Alberta, comme vous le savez, le recul des prix a été plus important. L'activité a également fléchi, qu'il s'agisse de revente ou de construction.

Malgré cette correction, beaucoup de gens se demandent pourquoi le marché canadien de l'habitation a été moins ébranlé que ceux d'autres pays. Le système de financement et de réglementation du logement est un facteur important. Au Canada, le marché du crédit hypothécaire est national, avec des conditions de prêt et des produits hypothécaires semblables dans la plupart des régions. Il est dominé par des acteurs nationaux, essentiellement les six grandes banques, bien qu'un certain nombre de nouveaux concurrents soient venus s'ajouter ces dernières années.

La culture en matière de prêts hypothécaires au Canada est normalement plutôt axée sur la prudence. L'assurance hypothécaire est obligatoire pour les institutions financières sous réglementation fédérale lorsque le rapport prêt-valeur est supérieur à 80 %. De plus, les assureurs hypothécaires établissent généralement les normes de prêt pour l'ensemble de l'industrie. Seulement environ 30 % des créances hypothécaires sont titrisées, les prêteurs sont donc constamment exposés aux risques des prêts hypothécaires qu'ils octroient, ce qui les incite à adopter des pratiques de prêt plus prudentes. Les emprunteurs au Canada ont aussi des raisons de faire preuve de prudence : les intérêts hypothécaires sur une résidence principale ne sont pas déductibles d'impôt et, dans la plupart des provinces, les prêteurs disposent d'une panoplie complète de recours contre les emprunteurs en cas de défaut de paiement. Par conséquent, une combinaison de facteurs contribue à un marché hypothécaire plus stable.

À la faveur de la reprise économique au Canada, le secteur du logement s'est fortement redressé. Les ventes de maisons existantes ont atteint un nouveau sommet et les prix sont presque revenus aux niveaux inégalés qu'ils avaient enregistrés en 2008. Les mises en chantier ont aussi repris de la vigueur bien qu'elles demeurent inférieures à leurs niveaux de long terme. Le redressement a été prononcé dans la plupart des régions : en Alberta, les reventes de maisons en novembre dépassaient de plus de 50 % leur niveau d'il y a un an, et les mises en chantier ont affiché des taux d'augmentation supérieurs à 20 % au cours des deux derniers trimestres.

La relance de l'activité dans le secteur du logement tient au fait que l'accessibilité à la propriété n'a jamais été aussi favorable à cause des taux d'intérêt qui se situent actuellement à des creux historiques. Un autre facteur notable est le regain de confiance des consommateurs, bon nombre de Canadiens voyant leurs perspectives économiques s'améliorer. Mais, dans une certaine mesure, ce redressement dans le secteur du logement résulte aussi des circonstances, il ne traduit pas un accroissement permanent de la demande. Une partie de la demande refoulée a été débloquée, car bon nombre de familles qui, il y a un an, étaient trop préoccupées par l'avenir pour s'engager dans une dépense aussi importante que l'achat d'une maison sont maintenant

² Source des prix de revente pour 2009 : Teranet, d'août 2008 à mars 2009

³ Indice des prix des logements neufs, de septembre 2008 à juin 2009

prêtes à le faire. On observe aussi un devancement de la demande, les acheteurs considérant que le moment est particulièrement bien choisi pour faire l'acquisition d'une maison.

À la Banque du Canada, nous suivons la situation de près, au niveau tant national que régional grâce au travail accompli dans nos bureaux en région. Nous sommes conscients que l'évolution du marché de l'habitation peut avoir sur l'ensemble de l'économie des effets sensibles que nous devons prendre en considération lorsque nous formulons la politique monétaire en fonction de l'atteinte de notre cible d'inflation. Parallèlement, comme je l'ai précisé, le marché de l'habitation et le financement connexe exercent une nette influence sur la stabilité financière. Permettez-moi de dire quelques mots sur ces deux aspects de la politique.

Les implications pour la politique monétaire

À mesure que l'économie canadienne se rapprochera de son potentiel, on s'attend à ce que la robustesse du marché de l'habitation, favorisée par des taux d'intérêt exceptionnellement bas, continue à contribuer grandement à sortir l'économie canadienne de la récession. Cette évolution a une incidence sur la politique monétaire, laquelle, comme je l'ai dit, est axée sur la réalisation de la cible d'inflation de 2 % visée par la Banque à moyen terme. Il importe de se rappeler que la politique monétaire agit de façon *symétrique*, ce qui signifie que nous accordons la même attention lorsque le taux d'inflation se situe au-dessus de la cible ou en deçà de celle-ci, ce qui devrait être le cas d'ici 2011. Le redressement du marché de l'habitation est un facteur qui nous aide à atteindre notre cible d'inflation et un moyen puissant par lequel les mesures de détente monétaire se répercutent sur l'économie. Bien entendu, nous devons suivre ce marché de près, de même que tous les autres secteurs de l'économie canadienne, afin de procurer le degré approprié de détente monétaire. Lorsque nous formulons cette politique, nous examinons le logement – ou le taux de change, le secteur de l'énergie, celui de l'automobile ou tout autre facteur – à travers le prisme de notre cible d'inflation.

L'évolution du marché de l'habitation constitue aussi un élément important de l'évaluation de la stabilité financière faite par la Banque. La reprise actuelle du secteur du logement s'accompagne d'une hausse très rapide de l'endettement des ménages : le ratio de la dette au revenu des ménages a atteint un nouveau sommet de 142 % au second trimestre de 2009. Les ratios du service de la dette des ménages demeurent modérés, mais cela tient au fait qu'actuellement les taux d'intérêt sont exceptionnellement bas. Ces niveaux d'endettement élevés des ménages rendent ceux-ci vulnérables aux hausses des coûts d'emprunt, qui ne manqueront pas de se produire.

Afin d'illustrer la vulnérabilité des ménages aux augmentations des coûts d'emprunt et à une nouvelle progression de leur endettement, la Banque a mené une série de simulations de crise et en a publié les résultats dans la livraison de décembre de la *Revue du système financier*, qui paraît deux fois l'an. Selon l'évolution actuelle de l'endettement des ménages et des hypothèses concernant la vitesse à laquelle les taux d'intérêt peuvent augmenter, les résultats de l'une des simulations indiquent qu'au milieu de 2012, près d'un ménage canadien sur dix pourrait afficher un ratio du service de la dette qui le rend vulnérable aux chocs économiques.

Ces projections ne sont évidemment pas des prévisions, mais elles donnent une idée de ce qui *pourrait* survenir et nous aident à mieux comprendre les risques à la baisse susceptibles de provoquer des tensions au sein du système financier canadien. Les difficultés des consommateurs

aux prises avec une hausse de leurs paiements hypothécaires risquent aussi de provoquer des problèmes plus vastes touchant d'autres prêts à la consommation, comme les prêts sur cartes de crédit. Les consommateurs peuvent se voir forcés d'éliminer d'autres dépenses pour réduire leur niveau d'endettement, ce qui aura des répercussions défavorables sur l'économie réelle. Voilà qui illustre la façon dont les problèmes touchant un secteur, comme le logement, peuvent se propager rapidement dans l'économie et le système financier.

En outre, certains observateurs ont signalé le risque d'une bulle immobilière – situation où le niveau des prix des maisons est fondé principalement sur les anticipations de nature extrapolative selon lesquelles les prix des maisons ne peuvent qu'augmenter davantage. Les bulles immobilières sont normalement alimentées par l'expansion du crédit, alors que les emprunteurs et les prêteurs tirent un réconfort trompeur des prix exagérés des maisons. Généralement, lorsque survient une montée rapide des prix des actifs, dont ceux des maisons, il convient toujours de se demander s'ils ont augmenté trop et trop vite.

Selon la Banque du Canada, il est prématuré de parler de bulle au sein du marché canadien du logement. Les hausses récentes des prix des maisons ne semblent pas s'écarter des facteurs fondamentaux agissant sur l'offre et la demande. Qui plus est, les mises en chantier s'établissant en deçà des exigences démographiques à long terme, les stocks diminuent encore. Il est probable toutefois que la forte progression de l'activité dans le secteur du logement soit dans une large mesure associée à des facteurs temporaires, comme les coûts d'emprunt historiquement bas ainsi que la demande refoulée et devancée, lesquels ne peuvent continuer à pousser à la hausse les prix des maisons et à stimuler l'activité. Par conséquent, nous estimons que le marché de l'habitation exige de la vigilance mais qu'il n'y a pas lieu de tirer la sonnette d'alarme.

Ce point de vue soulève la question suivante : si la Banque jugeait que le marché de l'habitation représentait une menace possible pour la stabilité financière, comment l'institution ou d'autres autorités réagiraient-elles? Certains observateurs – ceux qui voient une bulle immobilière se former – ont indiqué que puisque l'activité sur le marché de l'habitation a été stimulée par les faibles taux d'intérêt, la Banque devrait maintenant relever ceux-ci pour freiner cette activité.

Mais cet argument pose problème. Comme je l'ai indiqué, la Banque s'est donné comme mandat de recourir au taux directeur pour atteindre sa cible en matière d'inflation, et le marché de l'habitation n'est qu'un facteur parmi plusieurs autres qui influent sur l'inflation. Si la Banque devait relever les taux d'intérêt pour ralentir l'activité sur ce marché à l'heure actuelle – alors qu'on s'attend à ce que l'inflation demeure sous la cible au cours des dix-huit prochains mois – elle plongerait essentiellement l'ensemble de l'économie canadienne dans l'eau froide au moment même où celle-ci sort de la récession. Ainsi, l'économie mettrait plus de temps à se rapprocher de son potentiel, et l'inflation, à retourner à la cible. Voilà pourquoi on considère que la politique monétaire est un instrument peu nuancé pour réaliser la stabilité financière.

De quels autres instruments dispose-t-on? Le gouvernement peut utiliser toute une gamme d'instruments réglementaires et de supervision pour freiner l'accumulation de risques systémiques. Par exemple, des exigences de fonds propres pour les institutions, des ratios de levier, des rapports prêt-valeur, des modalités d'assurance hypothécaire et diverses autres mesures. Ces instruments peuvent être ciblés en fonction des risques pesant sur l'ensemble du système financier, émanant d'institutions ou de marchés particuliers.

L'utilisation de tels instruments pour protéger le système financier tout entier – pas seulement des institutions particulières – est l'essence même de l'approche macroprudentielle. La supervision macroprudentielle est l'un des nombreux aspects d'une initiative menée actuellement à l'échelle mondiale et visant à renforcer la supervision et la réglementation au lendemain de la crise financière qui a secoué la planète. Au Canada, l'approche systémique, ou macroprudentielle, est une responsabilité que partagent le ministère des Finances et tous les organismes fédéraux de réglementation financière, dont naturellement la Banque du Canada, le Bureau du surintendant des institutions financières et la Société d'assurance-dépôts du Canada. En définitive, c'est le ministre des Finances qui est chargé d'assurer la saine gestion du système financier.

Conclusion

La mise en œuvre de politiques prudentes a procuré un soutien important au marché canadien du logement pendant des périodes fastes et moins fastes. Ce point a été démontré de façon éloquente durant la dernière récession – où le marché de l'habitation de nombreux pays a été marqué par des déséquilibres – et pendant la reprise en cours au Canada. Le redressement actuel de notre secteur du logement était un élément souhaitable et prévu de la reprise économique au pays mais, comme toutes bonnes choses, il doit être surveillé de près pour éviter qu'il soit démesuré.

Vous pouvez être sûrs que la Banque du Canada suivra attentivement l'évolution du secteur du logement et qu'elle en tiendra compte dans ses décisions de politique monétaire et dans son évaluation de la stabilité financière. En établissant les taux d'intérêt en fonction de l'atteinte de la cible d'inflation, la Banque doit mettre en balance l'évolution du secteur du logement ainsi que tous les autres facteurs influant sur l'activité économique et l'inflation. Au moment d'évaluer la stabilité financière, elle s'attarde sur les risques potentiels pesant sur l'ensemble du système financier. En s'acquittant de ces responsabilités, la Banque s'engage à favoriser la prospérité économique et financière du pays, en inspirant confiance dans la valeur de la monnaie et dans la stabilité et l'efficacité du système financier.

Sur ce, je vous souhaite une année 2010 heureuse et prospère.