



**Discours prononcé par Agathe Côté  
sous-gouverneure à la Banque du Canada  
devant le Canadian Club of Kingston  
Kingston (Ontario)  
le 10 janvier 2011**

**LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI**

**La situation financière des ménages et la croissance économique**

**Introduction**

Bonjour et bonne année! Je vous remercie de m'avoir invitée à prendre la parole devant le Canadian Club. Il s'agit de mon premier discours public à titre de sous-gouverneure à la Banque du Canada, et je suis ravie de le prononcer dans la ville historique de Kingston. Dans mon discours, je me pencherai sur la situation de l'économie canadienne, en mettant l'accent sur la situation financière des ménages.

Pourquoi la santé financière des ménages intéresse-t-elle la Banque du Canada? Elle s'y intéresse parce que *la façon* dont les Canadiens dépensent et *combien* ils dépensent ont une incidence à la fois sur la conduite de la politique monétaire et sur la stabilité du système financier. La solidité de la situation financière des ménages est essentielle à une économie équilibrée.

Collectivement, les ménages jouent un rôle important dans le fonctionnement de l'économie. Les dépenses des ménages représentent environ 60 % de la demande globale au Canada et ont contribué de manière cruciale à sortir l'économie canadienne de la récession. Parallèlement, le bilan des ménages s'est toutefois alourdi de plus en plus.

Aujourd'hui, je traiterai brièvement de l'endettement croissant des ménages et des risques qu'il fait planer sur la stabilité financière au Canada, pour ensuite me concentrer sur les perspectives macroéconomiques et les liens qui existent entre la situation financière et les dépenses des ménages. Je commencerai par un survol de la conjoncture économique actuelle et de l'évolution de l'économie durant la crise financière.

**La reprise après la Grande Récession**

Au milieu de 2009, l'économie mondiale a commencé à émerger de la plus grave crise financière à survenir depuis la Grande Dépression. Au Canada, la récession a duré trois trimestres, soit des derniers mois de 2008 jusqu'à la mi-2009. Nos exportations se sont nettement repliées, sous l'effet de la dégringolade de la demande aux États-Unis. Les entreprises ont réduit leur main-d'œuvre et quelque 417 000 emplois ont disparu. La détérioration du marché du travail, la diminution de l'emploi net et l'intensification de

l'incertitude ont également fait reculer les dépenses des ménages. Les dépenses publiques constituaient la seule source constante de croissance au cours de cette période.

Malgré ces défis, la reprise s'est avérée plus vigoureuse au Canada que dans les autres pays du G7. Au milieu de 2010, la production était revenue à son niveau d'avant la récession et tous les emplois perdus avaient été récupérés. Depuis, près de 46 000 postes se sont ajoutés.

Le Canada disposait d'avantages cruciaux au moment d'entrer en récession. Notre niveau d'endettement public était le plus faible des pays du G7. Notre politique monétaire était hautement crédible. Nos institutions financières affichaient une bonne santé financière, en raison de la qualité de la surveillance des autorités publiques et de la gestion des risques par le secteur privé. Nos entreprises étaient dotées de bilans robustes. Enfin, la situation financière des ménages canadiens n'était pas aussi mauvaise que celle des ménages d'autres pays avancés. Par rapport à ce qui se produisait aux États-Unis notamment, le taux d'épargne des particuliers était plus élevé au Canada, et l'endettement des ménages, plus faible.

Compte tenu de ces conditions favorables, la Banque du Canada pouvait intervenir énergiquement en procédant à un assouplissement monétaire appréciable, tout en maintenant les attentes d'inflation bien ancrées. Pour leur part, les gouvernements pouvaient mettre en œuvre des stimulants budgétaires exceptionnels tout en conservant la viabilité des finances publiques. Comme notre système bancaire était bien doté en capital, les banques canadiennes n'étaient pas autant forcées de réduire leur levier d'endettement et ont pu ainsi maintenir l'offre de crédit, bien qu'elles aient resserré les modalités du crédit aux entreprises.

Parce que le système financier fonctionnait bien au Canada, les réductions du taux directeur ont été transmises à d'autres taux d'intérêt au sein de l'économie, et les coûts d'emprunt effectifs des ménages et des entreprises sont descendus à des niveaux exceptionnellement bas. Cela a contribué à amortir le ralentissement et à alimenter le redressement des dépenses des ménages, si bien que la consommation a dépassé son niveau d'avant la récession dès le troisième trimestre de 2009. En revanche, les investissements des entreprises ont été inhabituellement faibles au cours de la récession, et leur reprise a été modérée.

Aux États-Unis, la situation était et demeure bien moins reluisante. Évidemment, ce pays *était* l'épicentre de la crise financière. Son marché du travail a enregistré un redémarrage modeste, ce qui a exercé un effet modérateur sur la croissance du revenu du travail. Le bilan des ménages est toujours soumis aux tensions découlant de niveaux d'endettement élevés et de la chute spectaculaire des prix des maisons. Par conséquent, le niveau des dépenses de consommation vient tout juste de remonter au sommet atteint avant la récession et, après une forte contraction, le marché de l'habitation ne s'est pas encore redressé. Dans l'ensemble, la reprise de la demande intérieure privée aux États-Unis a été lente. Puisque ce pays est le principal partenaire commercial du Canada, nos exportations se sont aussi relevées lentement. La demande extérieure anémique, conjuguée à la dégradation de la compétitivité du Canada ces dernières années, a entraîné de vives

contractions de la balance commerciale canadienne et un retour aux déficits de la balance courante.

Ainsi, malgré les avantages dont j'ai parlé tantôt, la reprise au Canada a été relativement modérée comparativement aux cycles antérieurs et largement tributaire des dépenses des ménages et des gouvernements.

Pour ce qui est de l'avenir, la Banque s'attend à ce que la composition de la demande se déplace des dépenses des administrations publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes. À cet égard, l'essor des investissements des entreprises qui s'est amorcé l'an dernier est un début encourageant. La vigueur des exportations nettes sera sensible aux mouvements de change, au regain de croissance attendu de la productivité et aux perspectives d'évolution de la demande extérieure.

### **La situation financière et les dépenses des ménages**

Après ce survol des perspectives concernant l'ensemble de l'économie canadienne, permettez-moi de me concentrer maintenant sur le secteur des ménages et, plus particulièrement, sur les liens entre les dépenses et la situation financière des ménages.

Comme je l'ai mentionné au début, la résilience des dépenses des ménages a contribué à sortir l'économie de la récession. Plusieurs facteurs ont concouru à la remontée des dépenses de consommation et des investissements dans le logement, dont le redressement de l'emploi et du revenu du travail, l'amélioration de la confiance des consommateurs et les mesures temporaires de relance budgétaire, notamment le crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire.

Facteur tout aussi important, les consommateurs ont profité des faibles coûts d'emprunt, ce qui a eu pour conséquence de propulser l'endettement des ménages à des sommets inégalés. Depuis le creux de la récession, le crédit aux ménages a crû à un rythme environ deux fois plus rapide que le revenu disponible des particuliers. Au troisième trimestre de 2010, la dette des ménages canadiens avait atteint 148 % du revenu disponible.

Outre les bas taux d'intérêt, la hausse des prix du logement et les extractions de liquidité sur la valeur nette des maisons ont joué un rôle dans la croissance du crédit ces dernières années, ce qui a contribué à faire augmenter les dépenses des ménages. À quoi cela est-il attribuable? À ce qu'on appelle l'effet d'accélérateur financier, qui constitue la principale voie par laquelle la hausse des prix du logement peut faire grimper les dépenses des ménages. Lorsque la valeur d'une maison augmente, le propriétaire peut contracter un emprunt sur la valeur nette accrue de sa propriété, au moyen d'une ligne de crédit garantie par l'avoir propre foncier ou d'un prêt sur la valeur nette de la maison, ou tout simplement augmenter la taille de son prêt hypothécaire (ce qu'il peut faire au moment du renouvellement, sous réserve d'une valeur nette suffisante). Les fonds peuvent servir à financer des rénovations ou l'achat d'une deuxième maison ou d'autres biens et services. De telles dépenses peuvent entraîner une accélération de la progression des prix du

logement et, par conséquent, des valeurs des garanties, ce qui permet d'emprunter davantage, d'où une progression des dépenses des ménages. Naturellement, cet effet d'accélérateur peut aussi fonctionner à l'inverse : un recul des prix des maisons tend à amoindrir la capacité d'emprunt des ménages et à accentuer la baisse des dépenses.

Des recherches réalisées à la Banque du Canada et ailleurs donnent à penser que l'effet d'accélérateur financier a une incidence économique significative<sup>1</sup>. Cette conclusion concorde également avec les résultats fournis par un modèle de forme réduite indiquant une corrélation entre les dépenses de consommation et la richesse immobilière<sup>2</sup>.

Au cours de la dernière décennie, les prêts garantis par la valeur des propriétés ont crû en proportion de l'ensemble des crédits aux ménages au Canada. Selon les calculs de la Banque du Canada, le volume des lignes de crédit et des prêts garantis par l'avoir propre foncier a augmenté de pas moins de 170 % – soit près de deux fois plus rapidement que la dette hypothécaire – et représente maintenant 12 % de la dette totale des ménages.

Comme ces prêts garantis sont offerts à un taux d'intérêt inférieur à celui des prêts non garantis, les consommateurs ont affecté une partie des fonds au remboursement d'autres dettes. Des microdonnées donnent à penser qu'environ le tiers des prêts sont utilisés à cette fin, alors que 20 % à peu près sont investis dans des actifs financiers. La moitié restante est consacrée aux dépenses de consommation courantes et à la rénovation ou encore à l'achat d'une autre propriété. Au fil du temps, on a observé une hausse marquée de la proportion des prêts garantis par la valeur des propriétés détenus par des ménages plus âgés, ce qui n'est guère surprenant puisque ceux-ci ont généralement été propriétaires plus longtemps et que leur avoir propre est considérable<sup>3</sup>.

La conclusion globale basée sur les microdonnées et la recherche est que les taux d'intérêt plus bas dont sont assortis les prêts garantis et l'accès accru au crédit lié à la hausse des prix des logements ont donné lieu à une augmentation nette du crédit et soutenu les dépenses des ménages au Canada ces dernières années.

Il semble peu probable que les gains que tireront les ménages des prix des propriétés alimentent leur richesse autant que cela a été le cas ces dernières années. Cette constatation, conjuguée au fait que le niveau d'endettement des ménages a atteint un sommet sans précédent, nous amène à penser que la progression des dépenses des ménages ralentira pour se rapprocher de celle des revenus.

---

<sup>1</sup> Voir M. Iacoviello (2005), « House Prices, Borrowing Constraints and Monetary Policy in the Business Cycle », *The American Economic Review*, vol. 95, n° 3, p. 739-764. Voir aussi : M. B. Roi et R. Mendes (2004), *House Prices, Residential Mortgage Credit and Monetary Policy*, Banque du Canada, décembre (Internet : [http://www.banquedcanada.ca/fr/document\\_colloque/logement\\_macroeconomie/roi.pdf](http://www.banquedcanada.ca/fr/document_colloque/logement_macroeconomie/roi.pdf)) ainsi que J. Campbell et J. F. Cocco (2004), *How do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data*, Harvard Institute of Economic Research, document de travail n° 2045.

<sup>2</sup> Voir L. Pichette (2004), « Les effets de richesse sont-ils importants au Canada? », *Revue de la Banque du Canada*, printemps (Internet : <http://www.banquedcanada.ca/fr/revue/printemps04/r04-2-fc.html>).

<sup>3</sup> La hausse peut aussi être due en partie au vieillissement général de la population. Les microdonnées indiquent que de 1999 à 2009, la proportion des lignes de crédit garanties par l'avoir propre foncier détenues par les ménages au sein du groupe des 50 ans et plus est passée de 33 à 54 %.

Les perspectives concernant les dépenses des ménages au Canada sont entachées de risques, tant à la hausse qu'à la baisse. Dans le premier cas, ces dépenses pourraient être plus fortes qu'anticipé si la croissance des revenus devait rebondir plus rapidement que la Banque ne l'envisage ou si les emprunts continuent de progresser plus vite que les revenus. Selon la projection de la Banque, la croissance du revenu disponible des particuliers devrait être modérée sous l'effet du retrait des stimulants budgétaires, des restrictions salariales annoncées par les administrations publiques et d'une lente remontée du nombre moyen d'heures travaillées.

En ce qui a trait aux risques à la baisse, un brusque affaiblissement du secteur canadien du logement pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie tels que la consommation, étant donné le lourd endettement de certains ménages canadiens. Même si l'investissement résidentiel a reculé au deuxième semestre de 2010, il continue d'avoiser des sommets historiques. La Banque s'attend à une poursuite de l'affaiblissement en 2011, en raison de la progression modeste des revenus et de la moins grande accessibilité à la propriété, mais pas à une correction majeure.

### **La situation financière des ménages et la stabilité financière**

La situation financière des ménages a aussi des implications importantes pour la stabilité financière. Même si l'expansion rapide du crédit aux ménages durant la récession et les premières phases de la reprise témoigne en partie de la résilience du système financier canadien, elle représente également une source de risque. Comme il est mentionné dans la plus récente livraison de la *Revue du système financier* publiée par la Banque, la proportion des ménages qui sont dans une situation financière difficile, et de ce fait vulnérables à un choc négatif, a beaucoup augmenté ces dernières années.

Au niveau global, le risque est qu'une dégradation des conditions économiques, en entamant la qualité des prêts octroyés aux ménages, se transmette à l'ensemble du système financier. Il s'ensuivrait un resserrement des conditions du crédit qui pourrait déprimer l'activité réelle et compromettre la stabilité financière, ces deux conséquences se renforçant l'une l'autre.

On observe des signes encourageants de modération du rythme de l'accumulation de la dette des ménages, mais le crédit continue à croître plus rapidement que les revenus. En l'absence d'un changement de comportement marqué, la proportion de ménages susceptibles d'être gravement touchés par des chocs négatifs de revenu et de richesse continuera d'augmenter.

Afin de mieux évaluer les risques liés à l'endettement croissant des ménages, la Banque procède régulièrement à des simulations de crise. Dans la livraison de décembre de la *Revue du système financier*, elle a mené une simulation de crise partielle pour mesurer l'incidence sur les bilans des ménages d'un choc hypothétique faisant grimper le taux de chômage de trois points de pourcentage. Les résultats obtenus montrent que la hausse consécutive des tensions financières éprouvées par les ménages ferait doubler la proportion de prêts en souffrance depuis au moins trois mois.

Même en l'absence de chocs négatifs, on devrait s'attendre à ce que les ratios du service de la dette des ménages augmentent lorsque les coûts d'emprunt retourneront à des niveaux plus normaux. Il incombe aux ménages de veiller à ce que, dans l'avenir, ils aient la capacité de rembourser les dettes qu'ils ont contractées aujourd'hui. De la même façon, les institutions financières ont la responsabilité de voir à ce que leurs clients ne se retrouvent pas avec un niveau d'endettement ingérable.

### **Implications pour les politiques économiques**

En réaction à la crise financière et à la récession mondiales, la Banque du Canada a abaissé rapidement le taux cible du financement à un jour en 2008 et au début de 2009 pour l'établir au plus bas niveau possible et donné des indications extraordinaires quant à la trajectoire probable des taux au moyen de son engagement conditionnel. Ces mesures ont fourni une impulsion considérable pendant une période marquée par une conjoncture économique très défavorable. Depuis le printemps dernier, à la faveur de l'amélioration des conditions économiques, la Banque a mis fin à son engagement conditionnel et a fait passer le taux cible du financement à un jour de 1/4 à 1 %. Cette décision laisse en place un degré de détente monétaire considérable, compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % dans un contexte caractérisé par une offre excédentaire importante.

Certains se sont interrogés sur la pertinence de relever les taux d'intérêt si cette mesure constitue une telle menace pour les ménages. En revanche, d'autres se sont demandé pourquoi ne pas augmenter les taux afin de dissuader les gens d'emprunter si la dette des ménages est à ce point préoccupante.

La pierre angulaire du cadre de mise en œuvre de la politique monétaire de la Banque est l'entente sur la maîtrise de l'inflation, qui prévoit le maintien du taux d'inflation près de 2 %. En établissant les taux d'intérêt en fonction de l'atteinte de la cible d'inflation, elle doit mettre en balance l'évolution de la situation financière des ménages ainsi que tous les autres facteurs influant sur l'activité économique et l'inflation. La Banque du Canada formule sa politique monétaire en tenant compte de l'ensemble des conditions macroéconomiques au pays.

La Banque reconnaît que des taux directeurs bas, même s'ils sont nécessaires à la réalisation de la cible d'inflation, créent leurs propres risques<sup>4</sup>. La prudence exercée par les particuliers et les institutions financières forme le premier rempart contre ces risques. La surveillance des institutions financières peut aussi réussir à limiter une concentration excessive des risques. L'élaboration et l'utilisation sélective de mesures macroprudentielles constituent une autre ligne de défense.

Dans le marché du logement, le gouvernement fédéral est déjà intervenu vigoureusement pour s'attaquer à l'endettement des ménages. Il a ainsi établi des critères de solvabilité

---

<sup>4</sup> Voir M. Carney (2010), *Vivre en période prolongée de bas taux d'intérêt*, discours prononcé devant l'Economic Club of Canada, Toronto, 13 décembre (Internet : <http://www.bankeducanada.ca/fr/discours/2010/disc131210.html>).

plus rigoureux, qui prévoient que tous les emprunteurs soient en mesure d'assumer un prêt à taux d'intérêt fixe sur cinq ans, abaissé le ratio prêt-valeur maximal pour le refinancement des prêts hypothécaires résidentiels et relevé le montant minimal de la mise de fonds dans le cas des prêts relatifs à des propriétés qui ne seront pas occupées par leur propriétaire. En outre, les relèvements des taux d'intérêt par la Banque du Canada ont rappelé aux ménages les risques de taux d'intérêt auxquels ils sont confrontés. Ces mesures commencent à porter leurs fruits.

Dans le contexte de sa recherche axée sur le renouvellement plus tard cette année de l'entente concernant le cadre de maîtrise de l'inflation conclue avec le gouvernement du Canada, la Banque cherche à savoir si des situations exigeront encore que nous fassions jouer à la politique monétaire un rôle de soutien quant à ces autres lignes de défense, en prenant des mesures préventives contre le développement de déséquilibres financiers<sup>5</sup>.

## Conclusion

La solidité de la situation financière des ménages constitue un élément fondamental d'une économie équilibrée. Elle est essentielle au maintien de la progression des dépenses de ceux-ci et de la croissance économique globale sur une trajectoire viable ainsi qu'à la préservation de la stabilité de notre système financier. C'est pourquoi la Banque suit de près l'évolution de ce secteur.

J'espère que mes propos aujourd'hui ont permis de mieux comprendre les perspectives économiques de la Banque et les déterminants de la dépense des ménages et qu'ils vous renseignent sur les risques. Plus nous comprenons clairement la nature des risques auxquels nous devons faire face, plus nous sommes en mesure de prendre des décisions éclairées pour composer avec eux. Je vous remercie de votre attention.

---

<sup>5</sup> Voir M. Carney (2009), *Quelques considérations sur le recours à la politique monétaire pour stabiliser l'activité économique*, discours prononcé à un symposium organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole (Wyoming), 22 août (Internet : <http://www.banquedcanada.ca/fr/discours/2009/disc220809.html>). Voir également J. Boivin, T. Lane et C. Meh (2010), « La place de la politique monétaire dans la lutte contre les déséquilibres financiers », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 27-41 (Internet : [http://www.bankofcanada.ca/fr/revue/ete10/boivin\\_ete10.pdf](http://www.bankofcanada.ca/fr/revue/ete10/boivin_ete10.pdf)).