



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

**Discours prononcé par Lynn Patterson
Sous-gouverneure à la Banque du Canada
Chambre de commerce de Hamilton
Hamilton (Ontario)
7 mars 2019**

Le point sur la situation économique : des variations importantes dans les dépenses des ménages

Introduction

Bonjour.

Je suis heureuse d'être ici pour faire le point sur la situation de l'économie canadienne et vous parler de la décision annoncée par la Banque hier de laisser son taux directeur inchangé.

Cette décision s'appuie sur un certain nombre de facteurs. Le ralentissement de l'économie mondiale en est un. Il devient de plus en plus évident que les tensions commerciales persistantes et l'incertitude qui les accompagne ont un effet. Beaucoup d'entre vous, j'en suis sûre, sont bien placés pour le savoir, car vous avez à composer avec les droits de douane sur l'acier.

Un autre facteur est la performance de l'économie canadienne au quatrième trimestre de 2018. Même si nous nous attendions à un ralentissement de l'activité, surtout à cause du secteur pétrolier, le ralentissement survenu a été plus prononcé et plus généralisé que prévu. Cette évolution s'est faite malgré la forte croissance de l'emploi et des revenus du travail et le maintien de nos mesures de l'inflation fondamentale autour de 2 %.

La faiblesse des dépenses des ménages au Canada explique en partie ce net ralentissement. C'est sur cet aspect que j'aimerais m'attarder aujourd'hui. Mais prenons d'abord le temps d'examiner de plus près l'évolution de l'économie ces dernières années.

Vous vous souviendrez peut-être que 2017 avait été une année de croissance très forte — à 3 % — stimulée notamment par les investissements, les exportations et les dépenses des ménages.

Les dépenses des ménages avaient progressé en raison de la hausse de l'emploi, qui avait entraîné une saine augmentation de la croissance du revenu

Je tiens à remercier Sharon Kozicki et Eric Santor de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

disponible, à 4,5 %. Les baisses de l'impôt sur le revenu et l'Allocation canadienne pour enfants avaient stimulé davantage les dépenses. Et dans un contexte marqué par une progression stable des prix des logements et par des conditions favorables aux emprunteurs, les dépenses de logement avaient continué à monter. Comme la croissance était supérieure à son niveau potentiel, la marge des capacités excédentaires a fini par diminuer et l'inflation s'est rapprochée de 2 %. Voilà pourquoi nous avons modifié le taux directeur à partir du milieu de l'année 2017.

Pour l'ensemble de l'année 2018, l'économie a crû à un rythme de 1,8 %. Nous nous attendions à un ralentissement, mais le taux enregistré a été inférieur à la prévision établie dans notre [Rapport sur la politique monétaire](#) (RPM) de janvier. En 2018, la croissance était à nouveau généralisée et portée en bonne partie par les exportations, les investissements et les dépenses des ménages. Celles-ci ont fléchi pour atteindre un rythme plus viable que celui observé en 2017. Nous estimons que ce ralentissement va se poursuivre en 2019-2020.

L'inflation est passée d'environ 2 % au début de 2018 à un pic de 3 % en milieu d'année, sous l'effet transitoire de la hausse des prix de l'essence et du coût des billets d'avion. Au milieu de l'automne, les cours du pétrole ont commencé à chuter. Résultat, l'inflation est revenue à 2 % en fin d'année. Par conséquent, même si une certaine volatilité a été présente pendant l'année, le taux d'inflation est demeuré près de la cible, et les trois mesures de l'inflation fondamentale se sont fixées aux alentours de 2 %. Cette situation a confirmé notre impression que l'économie tournait près des limites de sa capacité.

D'après les données de janvier que nous avons reçues il n'y a pas longtemps, nous estimons que l'inflation sera légèrement inférieure à 2 % pour la majeure partie de l'année 2019. Cela est surtout dû à des facteurs temporaires, comme la baisse des cours du pétrole, qui dure depuis octobre dernier, et l'élargissement de l'écart de production.

Après cette mise en contexte, j'aborderai maintenant les dépenses des ménages. Elles sont toujours un sujet important, étant responsables de plus de la moitié de la croissance économique. Mais elles le sont devenues encore plus aujourd'hui, puisque le niveau d'endettement élevé des ménages a un effet sur leurs décisions en matière de dépenses. Je vais donc préciser en quoi consistent les dépenses des ménages. Je parlerai de ce qui les influence et aussi des facteurs qui ont contribué à leur ralentissement en 2018. Ces facteurs sont d'ailleurs le volet le plus important pour la politique monétaire.

Définir le logement et la consommation

Je commencerais, si vous le voulez bien, par indiquer où se regroupent les différentes catégories d'achats dans nos prévisions.

Pour Statistique Canada, la construction de maisons, les frais de rénovation et les coûts associés à l'acquisition d'une habitation existante font partie de la catégorie des investissements résidentiels, c'est-à-dire, pour ce qui nous intéresse, le logement.

En revanche, la consommation correspond aux sommes dépensées pour acheter des [biens et services](#) qui, habituellement, sont utilisés par les ménages

dans l'année. À peu près 45 % des dépenses de consommation vont à l'achat de biens, comme les véhicules automobiles, les vêtements, la nourriture et même les outils de jardinage. Les 55 % restants concernent les services comme les visites chez le coiffeur, la garderie, les frais de scolarité, les repas au restaurant, les vacances et — la plus grosse part du gâteau — le loyer avec les factures de services publics. Le loyer correspond au montant que paie un locataire pour son logement ou encore à la portion du coût d'une habitation que paierait son propriétaire pour y vivre. Cette portion équivaut en gros au prix d'une location.

Ralentissement des dépenses de logement et de consommation

En 2018, les Canadiens ont modéré leurs dépenses. Pour les dépenses de consommation, le rythme de croissance a diminué d'environ 1,5 point de pourcentage par rapport à 2017, alors que pour les dépenses de logement, le repli a été quasiment de 5 points. Au bout du compte, la contribution des dépenses des ménages à la croissance annuelle du produit intérieur brut (PIB) a été inférieure d'environ 1,25 point à ce qu'elle était en 2017. Elle a aussi été un peu plus modérée que ce que nous projetions dans le [RPM](#) de janvier.

Nous nous attendions à un ajustement depuis quelque temps. En mars 2018, dans notre tout premier [discours](#) sur l'état de la situation économique, mon collègue, le sous-gouverneur Timothy Lane, avait indiqué que l'investissement résidentiel et la consommation allaient finir par moins contribuer à la croissance, tandis que les investissements des entreprises et les exportations y contribueraient davantage. Pourquoi? L'une des causes était la décision de la Banque de commencer à supprimer, vers le milieu de 2017, une partie de la détente monétaire qui était présente depuis un bon moment. La Banque a ainsi fait passer son taux directeur à 1,75 % en octobre 2018, alors qu'il était de 0,50 % en 2017.

Notre taux directeur est relayé dans l'économie à travers divers canaux. Il influence le taux de rendement de l'épargne et des investissements, de même que les taux de crédit. Il a aussi un faible effet direct sur l'inflation lorsqu'il provoque une hausse des frais d'intérêt sur les prêts hypothécaires. Il a donc une incidence sur les décisions des ménages et des entreprises, de même que sur les profils des dépenses et des emprunts.

Après la crise financière mondiale, les bas taux de crédit ont conduit les ménages à s'endetter, principalement sur le marché du logement. Le ratio de la dette au revenu disponible des ménages a augmenté. Les vulnérabilités liées au secteur des ménages ont suivi le même mouvement.

Nous surveillons ces évolutions depuis un certain nombre d'années. Comme le montrent clairement les études sur le sujet, les ménages seraient plus sensibles à la variation des taux d'intérêt qu'auparavant, et ceux qui sont fortement endettés seraient les plus touchés dans ce cas¹. Nous avons ajusté nos modèles en 2017 pour tenir compte de cette plus grande sensibilité.

¹ Voir « Encadré 3 : Effets de la hausse des taux d'intérêt sur les détenteurs de prêts hypothécaires », [Rapport sur la politique monétaire](#) de la Banque du Canada, juillet 2018, p. 15 et 16.

Logement

Regardons de plus près le marché du logement. Un ensemble de facteurs – certains nouveaux et d'autres déjà établis – ont eu une incidence sur ce marché en 2018.

D'abord, de nouvelles lignes directrices sur le crédit hypothécaire ont été adoptées en janvier dans le but d'accroître la résilience future des nouveaux prêts consentis aux ménages. Elles ont introduit, comme exigence, un test de résistance pour les prêts hypothécaires à faible rapport prêt-valeur. Ces mesures ont eu comme conséquence de réduire le montant que peuvent emprunter certains ménages. Diverses solutions s'offrent à eux : ils peuvent acheter une maison plus petite ou dans un quartier différent, louer au lieu d'acheter, retarder leur achat pour accumuler une mise de fonds plus élevée ou encore attendre une révision des prix².

Les lignes directrices ont l'effet attendu : la qualité des nouveaux prêts consentis s'est améliorée, puisque beaucoup moins de ménages dont le ratio de la dette au revenu est supérieur à 450 % contractent un prêt hypothécaire³.

Ensuite, des règles visant à limiter la spéculation ont été imposées par diverses autorités provinciales et municipales ces trois dernières années. En Colombie-Britannique, ces règles ont même été resserrées.

Enfin, les taux hypothécaires ont continué d'augmenter : au milieu de 2017, le taux fixe moyen à 5 ans était de 2,7 %, et à la fin de 2018, il atteignait environ 3,7 %.

L'entrée en jeu de ces facteurs a causé un ralentissement de toutes les activités liées au logement. Ce marché continue donc de s'ajuster et d'évoluer, et on observe des écarts importants entre les régions. Il ne faut pas oublier que le marché du logement a ralenti dans de nombreux pays, notamment en Australie et au Royaume-Uni, quand l'activité des investisseurs a diminué.

Le ralentissement découle surtout d'une diminution de l'activité de revente dans les régions du Grand Vancouver et du Grand Toronto. À Calgary, les ventes de logements ont baissé de 17 % en un an, probablement en raison du déclin du secteur pétrolier. Pendant la même période, par contre, les ventes se sont accrues dans certaines villes comme Winnipeg, Ottawa et Montréal.

Globalement, les prix des habitations ont augmenté de 4 % en 2018, soit au même rythme que la croissance des revenus du travail à l'échelle nationale.

On assiste aussi actuellement à une autre évolution dans la majorité des principaux marchés du logement : la construction y est maintenant davantage axée sur les copropriétés et autres habitations multifamiliales plutôt que sur les maisons individuelles. Des contraintes géographiques et des changements dans

² La Banque estime que la ligne directrice B-20 aura pour effet d'abaisser le PIB de 0,2 % d'ici la fin de 2020.

³ Voir « Encadré 4 : L'incidence de la modification des règles sur le crédit hypothécaire », [*Rapport sur la politique monétaire*](#) de la Banque du Canada, octobre 2018, p. 16 et 17.

la demande expliquent cette évolution. Dans la région du Grand Toronto, par exemple, les mises en chantier de maisons individuelles avaient chuté de plus de moitié à la fin de 2018, et se situaient à leur niveau le plus bas depuis 1995. La construction d'immeubles à logements multiples, en revanche, a augmenté d'environ 25 % l'année dernière. Nous observons cette même tendance à Calgary, à Montréal et ici, à Hamilton.

On assiste donc à des ajustements complexes sur les marchés du logement en général. Ces ajustements ne se réaliseront pas du jour au lendemain et ils varieront beaucoup d'une région à l'autre. Puisque ces marchés sont importants pour l'économie, la Banque suivra cette évolution de près.

Consommation

Examinons maintenant la consommation.

Environ 35 % des dépenses des ménages sont relativement stables. Tout simplement parce que la plus grande partie, soit à peu près 20 %, correspond au montant consacré au loyer, ou l'équivalent si vous êtes propriétaire de votre habitation. Dans les deux cas, ce montant tend à augmenter un peu chaque année. D'autres dépenses essentielles, par exemple pour payer la facture d'eau ou acheter du dentifrice, contribuent aussi à la stabilité de la consommation. En effet, peu importe votre niveau d'endettement et la situation économique, vous paierez votre facture et vous vous brosserez les dents.

Mais d'autres dépenses sont plus facultatives, comme celles faites pour acheter une voiture neuve, voyager à l'étranger, se divertir ou aller au restaurant. C'est dans ces catégories qu'on note des changements dans les habitudes de consommation. Parlons d'abord des voitures.

Pour les Canadiens qui en ont les moyens ou qui peuvent emprunter l'argent nécessaire, l'achat d'une voiture neuve est souvent une priorité. Après la Grande Récession et jusqu'à l'an dernier, il y avait chaque année plus de gens qui achetaient des véhicules neufs. En 2017, la part des dépenses de consommation consacrée à l'achat de voitures neuves a atteint son plus haut niveau en 14 ans. Les ventes de voitures neuves ont toutefois commencé à décliner l'an dernier. Elles ont baissé de 1,7 % par rapport aux niveaux de 2017. Ce n'est pas une grande surprise, puisqu'en général, les gens n'achètent pas une nouvelle voiture chaque année. Mais la hausse des taux d'intérêt et le ralentissement de l'économie ont probablement aussi joué un rôle dans ce repli. Dans les régions productrices d'énergie, qui sont normalement à l'origine d'environ 15 % du total des ventes, les ventes ont baissé de 6 %.

D'autres catégories de dépenses discrétionnaires ont également ralenti en 2018. Par exemple, la croissance des dépenses consacrées aux vacances a fléchi. Et bien que de nombreux ménages aient continué à faire des sorties au restaurant et pour se divertir, la croissance de ce type de dépenses est passée d'environ 3 % en 2017 à près de 1 % l'année dernière.

Nous savons que la hausse des taux d'intérêt y est pour beaucoup dans ces diminutions, mais d'autres facteurs entrent aussi en ligne de compte :

1. Les effets sur les revenus. Quand les prix de certains des produits que nous exportons – comme le pétrole – diminuent, notre revenu national

baisse. Les cours du pétrole et d'autres produits de base ont reculé en 2018. Quant au rythme de croissance du revenu disponible, qui avait atteint 4,5 % en 2017, il a ralenti pour s'établir à environ 3,5 % l'année dernière.

2. Les effets de richesse. Quand les prix des maisons et les marchés boursiers sont à la hausse, les gens ont tendance à se sentir bien et à dépenser plus. Le contraire est aussi vrai, comme c'est arrivé en 2018.
3. Les effets sur la confiance. Que vous soyez directement touché ou pas par les discussions en cours autour du commerce international, l'incertitude continue à planer sur l'économie, ce qui a une incidence sur la confiance.

Au bout du compte, c'est sans doute une combinaison de tous ces facteurs qui pèse sur la consommation et pousse les Canadiens à se montrer plus prudents dans leurs dépenses.

La situation financière des ménages

La plupart des Canadiens gèrent les frais d'intérêt plus élevés sur leurs emprunts en réduisant certaines des dépenses dont je viens de parler et leurs dépenses de logement. Ils ont aussi moins recours au crédit à la consommation. On observe un ralentissement de la croissance combinée des prêts personnels et du solde des cartes de crédit. Cette croissance est passée d'à peu près 4 % en décembre 2017 à environ 2 % en décembre 2018.

Les taux de prêts en souffrance et d'insolvabilité sont également très bas dans l'ensemble du pays. Même s'il est possible que ces taux augmentent dans certains secteurs ou régions, ces augmentations se feront à partir d'un niveau de départ bas – près des creux historiques. Cela ne veut pas dire que les ajustements que doivent faire certaines personnes pour arriver à effectuer leurs paiements ne sont pas pénibles. Mais dans l'ensemble, les données semblent indiquer que la majorité des ménages arrivent à gérer leurs dettes.

Facteurs justifiant notre décision

Laissez-moi maintenant vous parler de notre décision concernant le taux d'intérêt annoncée hier, ainsi que des grands points dont le Conseil de direction a discuté. Je commencerai par quelques observations sur l'économie mondiale.

Comme nous l'avons indiqué dans le *Rapport sur la politique monétaire* de janvier, l'activité économique a ralenti à l'échelle mondiale, sous l'effet notamment de facteurs temporaires comme l'arrêt des activités du gouvernement américain et l'ajustement de la production automobile en Europe. Cependant, le ralentissement étant lié en partie aux tensions et aux négociations commerciales actuelles, il pourrait durer plus longtemps que prévu. Certaines données récentes provenant de la Chine et d'autres pays émergents semblent confirmer ce scénario. Pendant ce temps, la croissance de l'économie américaine se modère, comme on s'y attendait, et cela devrait continuer jusqu'à ce que l'économie progresse à un rythme plus proche de sa capacité potentielle.

Certaines grandes banques centrales ont modifié leurs communications pour tenir compte de la baisse de vigueur de l'économie mondiale. Ce changement de ton a contribué à l'assouplissement des conditions financières mondiales. En effet, de nombreux marchés boursiers ont rebondi et les écarts de crédit se sont resserrés.

Évidemment, la principale source d'incertitude au sein de l'économie mondiale reste l'avenir des politiques de commerce extérieur, en particulier les pourparlers actuels entre les États-Unis et la Chine. Si des signaux prometteurs se dégagent de ces négociations, l'incertitude entourant les échanges commerciaux à l'échelle mondiale continue de faire peser des risques tant à la hausse qu'à la baisse. D'une part, une escalade ou un accroissement des mesures commerciales pourrait avoir de graves conséquences pour les économies mondiale et canadienne. D'autre part, une résolution fructueuse des tensions éliminerait une source importante d'incertitude et dynamiserait l'économie.

Ici, au pays, les données témoignent du ralentissement de l'économie mondiale. À cet égard, le Conseil de direction a beaucoup discuté des données des comptes nationaux pour le quatrième trimestre de 2018, qui ont été publiées vendredi passé. Dans le RPM de janvier, nous avions déclaré nous attendre à ce que les chiffres du dernier trimestre de 2018 et du premier trimestre de 2019 soient modestes, en raison de la baisse des prix du pétrole à la fin de l'année, conjuguée à la limitation de la production, qui a eu un effet sur le secteur de l'énergie. Nous prévoyions que la croissance reprendrait ensuite, dès le deuxième trimestre.

En fin de compte, le ralentissement au quatrième trimestre a été plus marqué et plus généralisé que prévu, en dépit de la forte croissance de l'emploi et du revenu du travail. Même si le ralentissement anticipé du secteur de l'énergie a été assez conforme à nos projections, les résultats d'autres secteurs se sont avérés plus étonnantes. Ainsi, et compte tenu du bilan contrasté que l'on peut tirer des données, je vais m'attarder un peu plus sur les données des comptes nationaux que nous avons reçues la semaine passée.

Laissez-moi faire un survol des principales variables économiques, à commencer par les investissements des entreprises. Pour toute l'année 2018, ces investissements ont augmenté de 2 %; ce taux est représentatif de la faiblesse de l'économie aux troisième et quatrième trimestres, mais nous pensions qu'il serait plus élevé. Alors, qu'est-ce qui peut expliquer ce résultat? Même si de nombreuses entreprises ont été soulagées de constater le bon déroulement des négociations entourant l'Accord Canada–États-Unis–Mexique qui viendra remplacer l'ALENA, elles continuent d'attendre la ratification de l'entente. Certaines entreprises diffèrent peut-être leurs investissements en raison de l'incertitude. Et, bien entendu, ce nouvel accord n'est pas la seule source d'incertitude; des préoccupations, en particulier au sujet des échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine, minent manifestement la confiance et incitent les entreprises à reporter leurs décisions d'investissement.

Un autre facteur pouvant expliquer la faiblesse des investissements est la conjoncture. Les changements fiscaux concernant l'amortissement accéléré des immobilisations annoncés par le gouvernement fédéral à la fin de 2018 ont été bien accueillis par les entreprises. Elles attendent peut-être que ces

changements entrent en vigueur avant d'investir. Si c'est le cas, nous devrions commencer à observer un redressement au premier trimestre de cette année, ce qui serait conforme aux résultats de notre enquête trimestrielle sur les perspectives des entreprises publiée en janvier. Des résultats plus à jour provenant de notre prochaine enquête nous aideront à prendre notre décision sur le taux, en avril.

Viennent ensuite les exportations qui ont été, elles aussi, plus faibles que prévu. Un élément positif ressort toutefois : les exportations de services ont augmenté de plus de 6 % au quatrième trimestre, sous l'impulsion des services commerciaux et de voyage.

J'ai déjà passablement parlé du secteur du logement, et dans ce domaine, c'est la rénovation qui nous a réservé la plus mauvaise surprise au quatrième trimestre. Comme je l'ai déjà dit, on assiste à des ajustements importants sur les marchés du logement, et il faudra du temps avant qu'ils se réalisent. Néanmoins, le taux national de croissance du crédit hypothécaire a légèrement augmenté au quatrième trimestre, et nous verrons comment réagiront les ventes au printemps.

Je conclurai en revenant sur le sujet de mon discours d'aujourd'hui : les dépenses des consommateurs. Ces dépenses ont elles aussi été plus faibles au quatrième trimestre qu'on l'avait prévu, et les catégories les plus sensibles aux taux d'intérêt continuent de se modérer. Nous savons que de nombreux achats dans la catégorie de la consommation sont liés à l'acquisition d'un logement, c'est donc probablement un des facteurs qui contribue à la faiblesse des dépenses. Cependant, pour mieux déterminer quels facteurs jouent un rôle, nous aurons besoin de davantage de données.

Conclusion

Même si nous savions que l'économie allait prendre un détour à la fin de l'année passée, celui-ci pourrait être, en fin de compte, plus long qu'on l'avait cru. Il semble maintenant que l'économie sera moins solide au premier semestre de 2019 que nous l'avions prévu en janvier. Toutefois, nous nous attendons toujours à ce que la croissance de l'économie canadienne reprenne plus tard cette année, appuyée par la vigueur continue de l'emploi et par la hausse des salaires. Nous aborderons ce sujet plus en profondeur en avril. À ce moment-là, nous aurons une nouvelle projection économique, ainsi que des estimations annuelles à jour du potentiel de l'économie et du taux d'intérêt neutre.

Lorsqu'il a pris sa décision annoncée hier, le Conseil de direction a estimé que les perspectives continuent de justifier un taux d'intérêt directeur qui se situe sous la fourchette neutre. Compte tenu du bilan contrasté que l'on peut tirer des données, il faudra du temps pour jauger la durée pendant laquelle la croissance restera sous son niveau potentiel ainsi que les implications pour les perspectives d'inflation. Étant donné l'incertitude accrue quant au moment des futures hausses de taux, le Conseil de direction surveillera attentivement l'évolution des dépenses des ménages, des marchés pétroliers et des politiques commerciales mondiales.