

Discours de Carolyn Rogers

Première sous-gouverneure

Banque du Canada

1^{er} octobre 2026

Chambre de commerce du Grand Victoria et

CFA Society Victoria

Victoria (Colombie-Britannique)

Le dilemme de l'abordabilité du logement au Canada

Introduction

Je suis très heureuse de m'adresser à vous aujourd'hui chez moi, à Victoria. Je passe maintenant la plupart de mon temps à Ottawa, mais Victoria est mon port d'attache depuis plus de 20 ans.

C'est aussi ici que j'ai commencé ma carrière dans le secteur public il y a environ 15 ans, alors c'est comme faire un retour aux sources sur le plan professionnel.

Il est également approprié de parler ici du dilemme de l'abordabilité du logement au Canada, car c'est à Victoria que j'y ai été confrontée pour la première fois en tant qu'enjeu de politique publique. Ce problème m'a suivie pendant les 15 années suivantes, au fil de mes emplois, de mes séjours dans différentes villes et provinces, et même de mon passage dans un autre pays.

L'abordabilité du logement demeure l'un des enjeux économiques les plus pressants auxquels la population canadienne est confrontée aujourd'hui. Elle touche tant les personnes qui souhaitent acheter un logement que celles qui veulent en louer un.

Et l'abordabilité, ça ne se limite pas à la possibilité d'accéder au marché du logement. Quand une plus grande part du revenu des ménages est consacrée au loyer ou aux versements hypothécaires, les familles disposent de moins de latitude pour dépenser, épargner et composer avec les imprévus. Au fil du temps, cela pèse sur la croissance et fragilise l'économie.

Je tiens à remercier Brian Peterson, Bradley Howell et Charles Gaa de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 1^{er} octobre 2026

à 15 h 5, heure de l'Est

Plus récemment, les prix des logements ont baissé. Cette tendance peut apporter un soulagement à certains acheteurs, mais aussi réduire la richesse des ménages, freiner les dépenses, et ralentir les ventes et la construction neuve.

C'est un peu comme un piège. Des prix plus élevés rendent le logement moins abordable et de nombreux ménages ont moins de marge de manœuvre pour tout le reste. Des prix plus bas pèsent sur la confiance des consommateurs, la richesse et la croissance économique. C'est là le cœur du dilemme de l'abordabilité du logement, et c'est pourquoi il est si difficile d'y trouver une solution.

Le logement et les prix des logements représentent désormais bien plus que le simple coût de se loger. Ils sont maintenant étroitement liés à la richesse des ménages, à la stabilité de notre système financier et à la vigueur de notre économie.

La dette hypothécaire constitue la plus grande proportion des emprunts des ménages, tandis que leur valeur nette globale et leur accès au crédit dépendent en grande partie de la valeur nette de leur logement. Cela influence la façon dont les Canadiennes et les Canadiens dépensent, épargnent et empruntent.

Les banques canadiennes sont aussi fortement exposées aux prêts hypothécaires résidentiels. Environ la moitié de l'ensemble des prêts bancaires est liée à l'immobilier résidentiel. Par conséquent, les variations des prix des logements peuvent influencer sur l'octroi de prêts dans l'ensemble de l'économie et elles lient étroitement la santé des banques à celle du marché du logement.

De plus, l'habitation occupe une part beaucoup plus importante de notre économie. En 2000, l'investissement résidentiel représentait 4,3 % du produit intérieur brut (PIB), tandis que l'investissement global des entreprises dans les machines, le matériel et l'innovation comptait pour 8,3 % du PIB. Aujourd'hui, ce rapport s'est inversé. Le Canada investit plus dans le logement qu'il ne le fait dans les outils, la technologie et les idées qui font croître notre économie et rehaussent notre niveau de vie. Autrement dit, le logement est aussi au cœur de notre défi de productivité.

Mon discours de cet après-midi n'apportera pas de solution au problème de l'abordabilité du logement. S'il y avait une solution facile, le problème serait déjà réglé. Les leviers qui agissent sur le marché ne sont pas concentrés entre les mains d'une seule autorité décisionnelle. Ils sont répartis entre différents ordres de gouvernement et de nombreux organismes et autorités de réglementation.

Je ne vais pas non plus attribuer de blâme. Notre problème d'abordabilité du logement ne découle ni d'une décision, ni d'une politique, ni d'une institution en particulier. Il reflète des années de choix et de contraintes de la part des gouvernements, des organismes de réglementation, des emprunteurs et des prêteurs. Chacun réagissait au problème qui se présentait, souvent au moyen de solutions conçues pour un but plus restreint.

Mon intention aujourd'hui est de faire un portrait de la situation en m'appuyant sur ma propre expérience des 15 dernières années. Je vais vous expliquer ce que ce parcours m'a appris sur les arbitrages de politique publique et comment il a façonné ma vision du marché du logement. Enfin, je vous parlerai de ce que cela implique pour notre travail à la Banque du Canada.

Le point de vue de la Colombie-Britannique

Mon expérience commence ici, en Colombie-Britannique, durant un week-end de février 2016. C'est à ce moment que le *Globe and Mail* a publié un article d'enquête sur une technique immobilière qui alimentait le marché du logement de Vancouver. L'article décrivait la *revente fantôme*. Essentiellement, un acheteur pouvait conclure un contrat d'achat, puis céder son droit d'achat à un nouvel acheteur avant même que la vente initiale ne soit conclue. Ce nouvel acheteur pouvait, à son tour, céder le contrat à un autre acheteur.

Chaque fois, le prix augmentait et la personne qui cédait le contrat empochait la différence sans jamais prendre possession de la propriété. Les agents immobiliers organisaient ces transactions et touchaient une commission sur chacune d'entre elles et, dans certains cas, étaient eux-mêmes acheteurs ou vendeurs. Le propriétaire d'origine ne profitait pas du tout de ce procédé et n'avait souvent aucune idée de ce qui se passait. Et le tout était légal.

Vous pouvez imaginer que cette situation n'a été bien accueillie ni par le gouvernement ni par le public, surtout qu'elle survenait dans un contexte d'inquiétude croissante concernant l'abordabilité du logement.

Je travaillais à la Financial Institutions Commission à l'époque. Après la publication de cet article, je me suis retrouvée à la tête d'un groupe d'experts à qui on demandait de faire des recommandations sur la façon de mettre fin à cette pratique et de rétablir la confiance du public.

Le groupe a remis un rapport comprenant 28 recommandations destinées à renforcer la réglementation protégeant les consommateurs et l'obligation des agents immobiliers d'agir dans l'intérêt public.

Le gouvernement a adopté toutes les recommandations et, dans l'ensemble, j'avais le sentiment que notre travail avait eu des retombées positives. Mais le rapport indiquait aussi très clairement qu'aucune des recommandations n'aurait d'effet notable sur la détérioration de l'abordabilité. Les prix des logements n'augmentaient pas en raison de la mauvaise conduite de certains acteurs du secteur immobilier. En fait, cette mauvaise conduite découlait du fait que les logements étaient perçus comme des investissements spéculatifs plutôt que comme des lieux où vivre.

Le point de vue prudentiel

Peu après la remise du rapport, je suis entrée en fonction au Bureau du surintendant des institutions financières, le BSIF. Le rôle de cet organisme est de concevoir et de mettre en place des règles destinées à préserver la solidité des banques canadiennes. Quand j'y suis arrivée à l'automne 2016, le logement faisait l'objet d'une attention considérable.

Le BSIF craignait que la hausse continue des prix des logements ait entraîné un relâchement de la vigilance des prêteurs hypothécaires. Les banques assouplissaient leurs normes de souscription : elles accordaient moins d'attention à la capacité des emprunteurs à rembourser leur prêt hypothécaire et s'appuyaient davantage sur l'hypothèse que la valeur des garanties, c'est-à-dire le prix des logements, ne ferait qu'augmenter.

À l'automne 2017, nous avons décidé de renforcer les lignes directrices sur la souscription de prêts hypothécaires par les banques. Le principal changement a été l'introduction d'un test de résistance obligeant les emprunteurs à démontrer qu'ils pourraient encore effectuer leurs versements hypothécaires à un taux d'intérêt supérieur à celui prévu dans le contrat.

Concrètement, cette règle réduisait le montant maximal de dette hypothécaire que les emprunteurs pouvaient contracter. Dans un contexte où les prix des logements augmentaient, vous pouvez imaginer que ce changement n'a pas fait l'unanimité.

Les critiques ont été les plus vives de la part du secteur du courtage hypothécaire et de l'immobilier. Selon eux, le test de résistance aggravait le problème d'abordabilité et risquait de refroidir le marché. Certains économistes et certaines banques étaient plus favorables, mais beaucoup y voyaient une tentative de contrebalancer les bas taux d'intérêt ou de tempérer les marchés en surchauffe dans certaines villes.

Nous avons passé l'année suivante à expliquer que ce n'était pas le but du test de résistance. Il ne constituait ni une prévision d'une hausse des taux d'intérêt ni une tentative de ralentir l'augmentation des prix des logements. C'était un moyen de s'assurer que les emprunteurs avaient une marge de sécurité contre un éventail de risques : taux d'intérêt plus élevés, perte de revenus ou dépenses imprévues. Cette approche semblait prudente pour les emprunteurs et pour les banques, et notre travail était d'assurer la sécurité des banques.

L'expérience acquise depuis a prouvé la valeur du test de résistance. Il a rempli son rôle. Il a renforcé les pratiques de souscription hypothécaire, procuré une marge de sécurité aux emprunteurs et contribué à protéger la stabilité financière pendant une période marquée par des taux d'intérêt nettement plus élevés. J'y reviendrai dans quelques instants.

Cependant, le test de résistance n'a que très peu contribué à rendre l'habitation plus abordable, puisque les prix continuaient de grimper.

Le point de vue international

En 2019, j'ai déménagé en Suisse pour travailler avec le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, une organisation qui réunit des banques centrales et des organismes de réglementation du monde entier en vue d'établir des normes pour les grandes banques actives à l'échelle mondiale. Cette expérience m'a montré que les défis auxquels le Canada était confronté n'avaient rien d'exceptionnel.

En 2019, de nombreuses économies avancées faisaient face au même phénomène. La croissance des prix des logements avait dépassé celle des revenus, le montant des prêts hypothécaires était de plus en plus élevé et l'endettement des ménages atteignait des niveaux records. L'Australie, la Suède, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni et la Suisse : tous ces pays étaient confrontés à leur propre version du même problème.

Le logement était devenu une ligne de faille dans le système financier. Il constituait le principal actif au bilan des ménages et la garantie principale des prêts bancaires. Une forte correction pouvait rapidement se propager des ménages aux banques, puis à l'ensemble de l'économie. La crise financière mondiale de 2008-2009 avait montré les dommages qu'une telle dynamique pouvait causer.

Les organismes de réglementation se sont donc concentrés sur la résilience. Ils ont renforcé les pratiques de souscription hypothécaire, et certains ont instauré des tests de résistance ainsi que des limites du ratio prêt-revenu ou du ratio prêt-valeur. Beaucoup ont également exigé des banques qu'elles conservent davantage de fonds propres à mesure que le cycle du crédit arrivait à maturité. L'objectif était que les banques soient en assez bonne position pour résister au ralentissement lorsqu'il surviendrait.

Mais le cycle du crédit auquel nous nous préparions ne s'est jamais matérialisé. C'est plutôt une pandémie mondiale qui est survenue. Les baisses de taux d'intérêt et les mesures budgétaires d'urgence ont aidé à soutenir l'économie pendant un choc comme il n'en survient qu'une fois par génération. Ces mesures ont toutefois été mises en œuvre alors que l'offre de logements était limitée, que le confinement avait soudainement accru la demande d'espace et qu'une poussée de la croissance démographique attribuable à l'immigration s'est produite par la suite. Au lieu d'un ralentissement, c'est une forte expansion que le marché du logement du Canada et de nombreux autres pays ont connue.

Le crédit hypothécaire a bondi parce que les ménages empruntaient à des taux très bas, ce qui a ajouté des dettes aux bilans déjà fortement exposés à l'immobilier. Puis, à la réouverture des économies, l'inflation s'est emballée et les banques

centrales ont relevé les taux d'intérêt de façon marquée pour rétablir la stabilité des prix.

Le Canada a relativement bien résisté à ce choc. Les ménages et les banques ont absorbé la hausse des taux d'intérêt, non sans difficulté. Certains emprunteurs ont connu de réelles tensions financières, mais les pertes redoutées par beaucoup ne se sont pas matérialisées. Les banques sont demeurées résilientes et le système a tenu le coup. Cependant, les politiques de réglementation qui ont aidé à absorber le choc n'ont pas empêché que l'abordabilité se détériore davantage. Au Canada, le prix moyen des logements a augmenté d'environ 50 % en deux ans.

Quand je repense à ces trois expériences – ici en Colombie-Britannique, au BSIF et à l'étranger –, une tendance claire se dégage. Chaque ensemble de politiques visait un risque réel. Chacun a contribué à rendre une partie du système plus sûre.

Cependant, aucun de ces ensembles de politiques n'a changé la dynamique sous-jacente : le logement était de plus en plus lié à la richesse des ménages, au crédit et à la croissance économique. Et plus le marché soutenait la résilience financière et l'activité économique, plus il devenait difficile de rétablir l'abordabilité sans créer de nouveaux risques.

Le point de vue de la banque centrale

Tout cela m'amène à parler de notre travail, à la Banque du Canada.

Je vais commencer par aborder sans détour l'argument selon lequel les banques centrales qui ont gardé les taux d'intérêt à un niveau trop bas pendant trop longtemps sont à blâmer pour les prix élevés des logements. En effet, elles auraient ainsi facilité l'obtention de plus gros prêts et favorisé la surenchère.

Il ne fait aucun doute que les bas taux d'intérêt ont joué un rôle dans l'augmentation des prix. Après tout, c'est comme ça que la politique monétaire fonctionne. Elle soutient l'économie en stimulant la demande et vise surtout les achats pour lesquels il faut généralement emprunter.

Mais les taux d'intérêt n'ont pas été la seule force en jeu. Parallèlement à la hausse des prix, on a observé une croissance démographique alimentée par une forte immigration, une offre limitée de logements, des contraintes de zonage et d'infrastructure, des incitations à emprunter ainsi que des investissements spéculatifs, le logement étant de plus en plus considéré comme un moyen d'accroître sa richesse personnelle.

Les bas taux d'intérêt ne sont donc qu'une partie de cette situation complexe. Mais, cela ne signifie pas que la politique monétaire n'est pas du tout à blâmer. Les liens entre la politique monétaire et le logement sont un sujet auquel nous nous

intéressons beaucoup, mes collègues de la Banque et moi. Nous nous sommes penchés sur cette question récemment, lors de l'examen de notre cadre de conduite de la politique monétaire. Ce cadre est l'approche que nous mettons en œuvre pour maintenir l'inflation à un niveau bas et stable, surtout par l'établissement du taux directeur. Nous l'examinons tous les cinq ans pour nous assurer qu'il continue de bien servir la population canadienne dans une économie en évolution.

Cette année, nous avons décidé de nous poser deux questions importantes – des questions qui, selon nous, préoccupaient probablement aussi les Canadiennes et les Canadiens. Premièrement, est-ce que la politique monétaire pourrait, ou devrait, viser davantage à contrer la hausse rapide des prix des logements? Deuxièmement, est-ce que la façon dont les frais de logement sont pris en compte dans notre mesure de l'inflation nous donne une bonne indication des pressions qui s'exercent sur les coûts au Canada?

Ces deux questions nous ont ramenés au dilemme que j'ai décrit aujourd'hui. Un marché du logement qui est devenu étroitement lié à la création de richesse, au crédit et à la croissance économique entraîne des arbitrages qui compliquent les décisions de politique monétaire.

Je vais commencer par aborder la première question : est-ce que la politique monétaire devrait viser davantage à contrer la hausse rapide des prix des logements? Les taux d'intérêt ont une incidence sur les prix des maisons. Ils influent sur les coûts d'emprunt et, quand les prix sont élevés et que la dette hypothécaire est importante, ils peuvent avoir des effets puissants et inégaux sur le marché du logement.

Si la Banque relève le taux directeur, le coût du crédit augmente, ce qui peut réduire les pressions sur les prix des logements en faisant baisser la demande. Mais lorsque les taux d'intérêt sont plus élevés, les nouveaux acheteurs ont plus de difficulté à obtenir un prêt hypothécaire et les versements de certains emprunteurs existants peuvent monter. Et les effets ne se limitent pas au marché du logement. De plus hauts taux freinent les dépenses et les investissements dans l'ensemble de l'économie.

Les avantages d'une baisse de taux viennent également avec leurs propres inconvénients. Des taux plus bas peuvent améliorer l'abordabilité du logement en rendant le crédit plus accessible et en réduisant les coûts d'emprunt. Mais si l'offre de logements est limitée, une hausse de la demande peut finir par faire monter les prix. Comme des taux plus bas stimulent aussi plus généralement la demande, ils peuvent accentuer les pressions inflationnistes.

C'est le principal défi. La politique monétaire peut influencer sur la demande dans l'ensemble de l'économie, y compris sur la demande de logements. Mais c'est un outil imprécis. Nous établissons un taux d'intérêt unique pour toute l'économie. Nous ne pouvons pas définir un taux pour le logement et un autre pour tout le reste. Et les taux d'intérêt ne peuvent pas résoudre directement les contraintes d'offre : ils ne peuvent pas faire construire des maisons, modifier le zonage des terrains ou accélérer l'octroi de permis.

Examinons maintenant la deuxième question : quelle est la meilleure façon de prendre en compte les frais de logement dans notre mesure de l'inflation? Là encore, nous nous retrouvons face à de véritables arbitrages.

L'indice des prix à la consommation (IPC) du Canada mesure les frais de logement surtout en fonction de ce qu'il en coûte au fil du temps pour se loger. Pour les locataires, c'est simple : c'est le loyer. Pour les propriétaires, ces frais comprennent des coûts récurrents comme les impôts fonciers, les assurances, l'entretien et l'intérêt hypothécaire. Le prix d'achat d'un logement est traité différemment parce qu'une maison ou un appartement que l'on achète est aussi un actif.

Il y a une logique derrière cette distinction. Mais elle est quelque peu en contradiction avec l'expérience réelle de l'abordabilité du logement. Les prix élevés des logements influent sur la capacité des gens d'acheter une maison, sur leur capacité d'endettement et sur la richesse qu'ils accumulent. Les prix des logements ne sont peut-être pas des prix à la consommation, mais ils façonnent quand même la manière de ressentir l'abordabilité.

Toutefois, si les prix des logements étaient pris en compte plus directement dans l'IPC, on risquerait de mélanger deux choses différentes : le coût de la vie actuel et la valeur d'un actif qui est susceptible d'augmenter ou de diminuer au fil du temps.

Il y a aussi l'effet de l'intérêt hypothécaire. Quand nous relevons les taux d'intérêt pour faire baisser l'inflation, le coût de l'intérêt hypothécaire augmente. Comme ce coût est inclus dans l'IPC, des taux d'intérêt plus élevés ajoutent temporairement à l'inflation mesurée, même s'ils visent à la réduire de façon plus générale. Autrement dit, l'outil dont nous nous servons pour freiner l'inflation peut, pendant un certain temps, la faire monter. Ça peut être difficile à expliquer. Retirer le coût de l'intérêt hypothécaire de l'IPC permettrait d'éviter ce problème, mais en faisant cela, on exclurait de l'indice un coût réel assumé par de nombreux ménages.

Nous avons donc examiné d'autres moyens de mesurer les frais de logement, y compris des approches appliquées ailleurs dans le monde. Certaines mesures accordent plus d'importance aux prix des logements, d'autres traitent différemment le coût de l'intérêt hypothécaire et d'autres encore utilisent la valeur locative comme

variable d'approximation des frais de logement des propriétaires occupants. Nous avons constaté que chaque option avait des avantages, mais aussi ses propres inconvénients. Nous n'avons trouvé aucune façon simple de modifier notre mesure de l'inflation qui permettrait de cerner nettement mieux les enjeux d'abordabilité auxquels sont confrontés les Canadiens et les Canadiennes.

En résumé, notre examen a été un rappel clair qu'il n'y a pas de solutions faciles pour faire disparaître les arbitrages associés à notre cadre de conduite de la politique monétaire. Les taux d'intérêt peuvent influencer sur les prix des logements, mais il s'agit d'un outil trop peu précis pour cibler directement l'abordabilité. Aucune mesure unique des frais de logement ne rend compte de toutes les pressions liées à l'abordabilité auxquelles fait face la population canadienne. La plus grande leçon que nous avons tirée de notre examen, c'est que nous devons mieux expliquer ces arbitrages et communiquer clairement ce que la politique monétaire peut et ne peut pas faire.

Conclusion

Permettez-moi de conclure en revenant à mon point de départ. Le problème de l'abordabilité du logement est difficile à résoudre, et ce n'est pas parce que personne n'a essayé ni parce que l'enjeu est mal compris. C'est difficile parce que durant une longue période de hausse des prix, le logement est devenu lié à beaucoup d'autres facteurs qui sont aussi importants pour nous, comme la richesse des ménages, la stabilité financière et la croissance économique.

La hausse des prix a rendu le logement moins abordable, mais a également favorisé l'enrichissement des ménages et la croissance économique. Des prix à la baisse sont susceptibles d'améliorer l'abordabilité, mais ils ont aussi pour effet de réduire la richesse des ménages et de ralentir l'activité économique. Et ils peuvent faire peser des pressions sur les emprunteurs et les prêteurs.

La réglementation peut rendre les marchés plus équitables, soutenir les emprunteurs et les banques, et aider le système financier à absorber les chocs. Mais elle ne peut pas rétablir l'abordabilité. Il faudra des efforts plus vastes et plus soutenus : une offre accrue, une planification et des infrastructures mieux pensées, une réglementation qui protège la résilience et des incitations qui n'amplifient pas la demande sur un marché où l'offre est déjà insuffisante. Nous sommes sur la bonne voie sur beaucoup de ces points, mais nous avons encore du chemin à faire et il faudra du temps.

La meilleure contribution des banques centrales reste la stabilité des prix. Une inflation basse, stable et prévisible donne aux ménages, aux entreprises, aux constructeurs et aux administrations publiques une base plus solide pour prendre des décisions. Le logement doit demeurer un facteur important des décisions de

politique monétaire. Cependant, utiliser les taux d'intérêt pour cibler directement les prix des logements n'est pas quelque chose que la politique monétaire peut raisonnablement faire – et cela risquerait d'être coûteux pour l'ensemble de l'économie.

La leçon que je tire de tout cela est que l'abordabilité du logement ne sera pas rétablie en ayant des attentes irréalistes par rapport à une politique publique en particulier. L'objectif doit être une gamme de politiques qui accroît l'offre, protège la résilience et rend l'économie moins dépendante de la hausse des prix des logements.

Cela demandera de la patience et de la coordination. Il faudra faire des choix cohérents au fil du temps. Et il faudra être prêt à regarder au-delà des symptômes immédiats pour s'intéresser aux forces plus profondes qui causent les problèmes d'abordabilité.

Si nous y parvenons, nous aurons plus de chances de bâtir un marché du logement qui donne un foyer aux gens, favorise la stabilité et contribue à la prospérité, sans s'attendre à ce qu'il porte une si grande partie de l'économie à bout de bras.

Merci.