



20 octobre 2010

POINTS SAILLANTS

- L'endettement des particuliers au Canada atteint un niveau excessif. Les familles à faible revenu semblent particulièrement vulnérables.
- Selon les facteurs fondamentaux économiques et financiers, le ratio de la dette au revenu personnel devrait se situer entre 138 % et 140 % d'ici cinq ans. Il est actuellement de 146 %.
- Une crise « à l'américaine » n'est donc pas en vue, mais il faut trouver le moyen de ralentir la croissance de la dette personnelle des Canadiens qui augmente trop rapidement.
- Certains indicateurs semblent annoncer un ralentissement des emprunts des ménages, mais dans un contexte de taux d'intérêt obstinément peu élevés et devant la possibilité qu'il faille attendre jusqu'en 2013 avant que les taux remontent simplement à 3,50 %, la dette des particuliers pourrait encore croître au rythme de 5 % par année. Comme les revenus n'augmenteront que de 4 % par année, le ratio de la dette au revenu personnel pourrait atteindre 151 % d'ici 2013.
- Ces chiffres indiquent que de nouvelles précautions pourraient être justifiées, mais aucune décision ne devrait être prise avant que le refroidissement en cours du secteur de l'habitation ne soit terminé et que l'économie se soit stabilisée.

ENDETTEMENT DES MÉNAGES CANADIENS : FAUT-IL S'INQUIÉTER?

L'inexorable accroissement de l'endettement des ménages au Canada, tant en termes absolus que par rapport au revenu personnel disponible (RPD), suscite de plus en plus d'inquiétude. Depuis le milieu des années 1980, la dette totale des ménages canadiens en pourcentage de leur RPD a presque triplé — de 50 % à 146 % — et depuis 2007, le processus d'endettement s'est accéléré de manière évidente. Cette augmentation de l'endettement au Canada survient au moment même où le phénomène inverse se produit aux É.-U. (conséquence du désendettement massif en cours et des reprises de possession). Ces dernières années, le ratio de la dette au revenu des ménages canadiens s'est rapidement rapproché de celui des ménages américains.

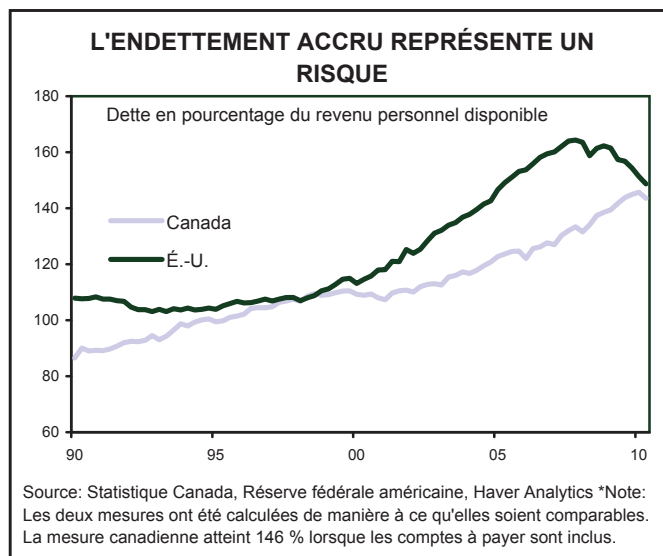
Dans la présente étude, nous nous penchons sur certains des enjeux les plus préoccupants liés à l'endettement des ménages canadiens. Nous avons plus particulièrement tenté d'établir si le Canada se dirige vers une crise de la dette des ménages « à l'américaine ».

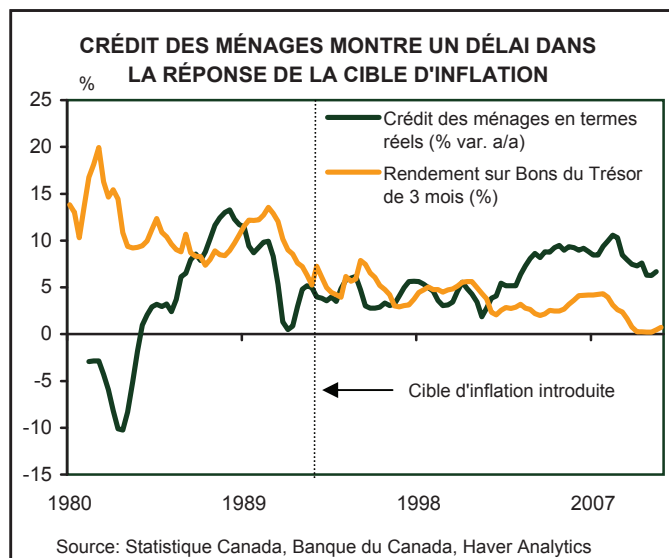
Nous nous sommes aussi interrogés sur l'existence d'un niveau optimal ou viable d'endettement des ménages. La réponse à la première question est négative. Le déséquilibre de la dette des ménages canadiens n'est actuellement pas aussi prononcé qu'il l'était aux É.-U. et aucun processus important de désendettement ne sera nécessaire.

Toutefois, l'endettement des particuliers au Canada a bel et bien dépassé le niveau que les modèles économiques considèrent comme approprié. La croissance de la dette par rapport au revenu des particuliers doit ralentir au cours des prochaines années, pour freiner le risque de désendettement massif subséquent.

Quels facteurs expliquent la tendance à la hausse de l'endettement des ménages?

La tendance à la hausse à long terme de l'endettement personnel ne peut pas être imputée à un seul facteur, ni même à deux. Il est vrai cependant que les changements structurels survenus dans l'environnement macroéconomique, surtout pendant les années 1990, ont joué un rôle important. En fixant un taux cible d'inflation au début des années 1990, la Banque du Canada a provoqué une





baisse constante des taux d'intérêt qui a rendu le crédit beaucoup plus abordable, au moment même où les tendances macroéconomiques créaient un sentiment accru de sécurité financière chez les ménages. La faiblesse et la stabilité de l'inflation ont écarté les risques de volatilité des taux d'intérêt, tandis que la croissance relativement stable de l'économie et du marché de l'emploi a atténué les risques de mises à pied et donc, la peur de perdre son revenu. Tous ces facteurs se sont conjugués pour faciliter le service d'une dette importante par les ménages.

L'effet combiné du faible coût du crédit et de la confiance accrue des ménages n'a été nulle part plus évident que sur le marché de l'habitation, où le taux de propriété n'a cessé d'augmenter au cours des 20 dernières années. Un cycle auto perpétué s'est ainsi installé. L'augmentation soutenue de la demande a fait bondir les prix des habitations, ce qui, en combinaison avec l'appréciation des cours boursiers jusqu'à la récession de 2008-2009, a gonflé la valeur nette des ménages. Cet enrichissement a poussé les ménages à avoir de plus en plus recours au crédit pour effectuer des placements et pour consommer, d'où un endettement croissant.

Certains facteurs démographiques stimulent aussi la demande de crédit. La génération des bébé-boumeurs (les personnes nées entre 1946 et 1964) exerce une influence aussi déterminante sur la tendance à l'endettement que sur le marché de plusieurs produits. Après avoir acheté une première maison, ils en ont acheté d'autres de plus en plus chères, utilisant leur propriété comme un instrument de création de richesse.

Une autre tendance macroéconomique fondamentale a aussi stimulé la demande de crédit : la participation accrue des femmes au marché du travail. Il est en effet démontré

que les ménages où les deux conjoints travaillent tendent à accumuler une dette par personne plus élevée en proportion de leur revenu. Le fait de disposer de deux revenus crée en effet un sentiment de sécurité lié au faible risque de perdre simultanément les deux sources de revenu, mais ce sentiment est illusoire si les deux revenus sont nécessaires pour assurer le service de la dette.

Au cours des années 2000, la génération « Y » est venue à son tour stimuler le marché de l'habitation. Les bas taux d'intérêt facilitent en effet l'accès à la propriété en permettant aux jeunes travailleurs d'emprunter des sommes considérables.

La demande de crédit a aussi été fortement stimulée par l'avènement d'une nouvelle culture où le consumérisme est plus valorisé que l'épargne. Cette tendance est internationale. Les consommateurs sont beaucoup plus avides de produits et services que dans le passé, surtout de produits de consommation discrétionnaire. La patience est la vertu d'une autre époque. Le consommateur d'aujourd'hui hésitera moins à recourir au crédit pour assouvir immédiatement un besoin. Ce changement de société influe sur les habitudes de dépenses. Dans le modèle conventionnel, les gens s'efforçaient en général d'amortir les coûts de leur consommation sur la durée de leur vie. Ils empruntaient durant leur jeunesse, remboursaient leurs dettes et épargnaient en vue de leur retraite à mesure qu'ils avançaient en âge, puis utilisaient les épargnes et les biens accumulés pour assurer leur subsistance pendant leur vieillesse. Aujourd'hui, les gens s'endettent plus tôt et restent endettés plus longtemps. Nous pensons par exemple au nombre croissant de personnes qui arrivent encore endettées à l'âge de la retraite.

En toute logique, cet endettement additionnel fragilise financièrement les Canadiens, qui risquent d'éprouver des difficultés à respecter leurs obligations financières en cas de choc économique ou financier imprévu. Cette perspective devrait normalement freiner la croissance de la demande de crédit, mais il faut reconnaître que la stigmatisation sociale associée à l'insolvabilité n'est plus ce qu'elle était. Dans les années 1950 et 1960, l'insolvabilité était une source de honte qu'on ne reconnaissait que très difficilement. Aujourd'hui, l'insolvabilité suscite plutôt de la compassion des pairs et du soutien, une volte-face certes souhaitable et positive, mais qui ne fait rien pour freiner l'endettement croissant des particuliers. Par ailleurs, faire faillite ne relègue plus une personne au rang des parias du marché du crédit. La plupart des institutions financières accepteront en effet d'accorder du crédit à un failli sept ans après qu'il se soit déclaré insolvable, et au cours de ces sept années, la plupart

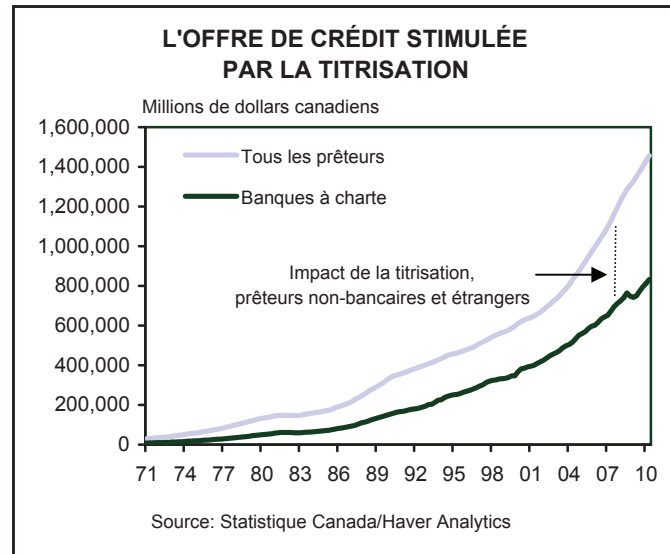
des intéressés arrivent tout de même à obtenir du crédit, bien qu'à des taux d'intérêt prohibitifs.

Quelle est l'importance des facteurs liés à l'offre dans la poussée du crédit?

Tandis que la demande de crédit prenait de l'ampleur au cours des dernières décennies, plusieurs facteurs liés à l'offre ont rendu le crédit plus accessible pour les ménages : concurrence accrue au sein du secteur financier, recours croissant à la titrisation des créances, nouveaux produits, déréglementation bancaire et élimination des contraintes qui bloquaient l'accès au crédit aux acheteurs d'une première maison.

Dans les années 1980 et au début des années 1990, la Loi sur les banques a fait l'objet d'un certain nombre de réformes afin d'accroître la concurrence dans le secteur canadien des services financiers. La concurrence intérieure a été renforcée. Certaines banques étrangères étaient déjà actives au Canada depuis le début des années 1980, mais les changements apportés à la Loi sur les banques à la fin des années 1990 ont éliminé des restrictions sur les activités des banques étrangères. Les institutions prêteuses autres que les banques sont également devenues plus actives sur les marchés du crédit. Sans effet véritable sur les prix, cette tendance a néanmoins accru l'offre de crédit, les institutions devant désormais se battre pour conserver leur part de marché.

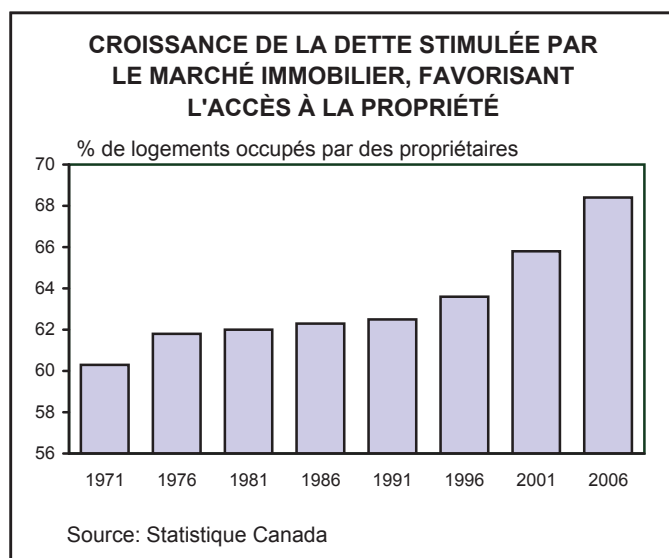
Par ailleurs, certaines innovations technologiques comme l'automatisation des approbations de crédit et l'usage de plus en plus répandu de cotes de solvabilité uniformisées ont contribué à rendre le processus de demande de prêt beaucoup plus rapide et efficace. L'accroissement de la concurrence a



cependant eu un effet encore plus déterminant, car elle est à la source d'innovations financières qui ont rendu le recours au crédit plus attrayant. Les cartes de crédit qui offrent des récompenses aux titulaires sous la forme de voyages et autres sont l'une de ces innovations apparues dans les années 1980, qui incitent les particuliers à accumuler des soldes mensuels plus élevés. Dans les années 1990 et 2000, les marges de crédit hypothécaire ont été l'innovation la plus importante. Avant l'apparition de ce nouvel instrument, la capacité d'un ménage d'emprunter était dans une large mesure fonction de son revenu actuel et futur. Les marges de crédit hypothécaire ont changé la donne en permettant aux ménages d'utiliser leur maison comme un levier financier, c'est-à-dire en leur permettant d'utiliser la valeur nette de leur maison pour garantir des prêts contractés à des fins de consommation ou de placement, tout en offrant des conditions de remboursement plus souples qu'un prêt hypothécaire traditionnel. L'accès au crédit s'en est trouvé accru et, dans un contexte de bas taux d'intérêt, le montant des versements mensuels a diminué. Comme l'indique le graphique ci-contre, la popularité des marges de crédit hypothécaire ne cesse d'augmenter depuis 10 ans.

L'innovation dont les institutions financières font preuve dans le secteur des prêts hypothécaires et autres joue aussi un rôle. La titrisation des prêts hypothécaires et des autres créances réduit les coûts de financement des institutions financières qui en ont profité pour accroître l'offre de crédit.

Les modifications apportées aux règles régissant les assurances hypothécaires ont aussi facilité l'endettement croissant des ménages ces 20 dernières années. Trois changements majeurs ont particulièrement contribué à rendre le



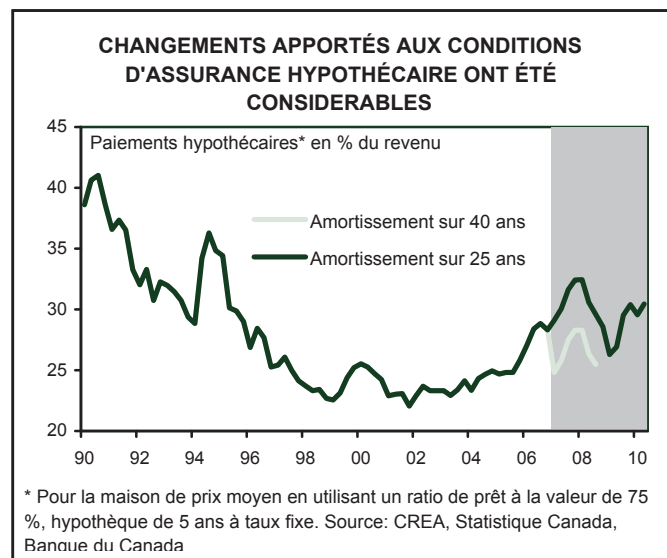
crédit hypothécaire plus accessible et plus attrayant.

Premièrement, la mise de fonds initiale exigée a été réduite. Au début des années 1990, l'acheteur d'une maison devait verser une mise de fonds correspondant à 10 % de la valeur de la maison pour être admissible à une assurance hypothécaire. À la suite d'une série de changements réglementaires au cours des années 1990 et au début des années 2000, la mise de fonds minimale a été ramenée à 5 %. Elle a même temporairement été nulle à la fin de 2006, mais a été ramenée à 5 % dès octobre 2008.

Deuxièmement, les conditions d'admissibilité à l'assurance hypothécaire ont été assouplies en avril 2007. L'acheteur d'une maison est actuellement obligé de contracter une assurance hypothécaire uniquement si sa mise de fonds initiale est inférieure à 20 % de la valeur de la maison, tandis que ce seuil était auparavant de 25 %.

Troisièmement, la période d'amortissement maximal a été prolongée progressivement, passant de 25 ans au début de 2006 à 40 ans à l'automne de cette même année. Cette période a ensuite été ramenée à 35 ans en octobre 2008. En autorisant l'amortissement sur une période de quatre décennies, on s'est trouvé à rendre beaucoup plus abordable l'achat d'une maison. Ainsi, un particulier dont le revenu aurait été égal à la moyenne nationale de 2007 qui aurait acheté une maison au prix national moyen de l'époque, et qui aurait choisi de financer cet achat au taux affiché par les banques pour un prêt hypothécaire de cinq ans aurait pu, sans augmenter son versement mensuel, assumer un prêt hypothécaire de 40 000 \$ de plus en choisissant de l'amortir sur 40 ans plutôt que sur 25 ans.

Au fond, tous ces changements ont rendu l'achat d'une habitation beaucoup plus abordable et favorisé la crois-

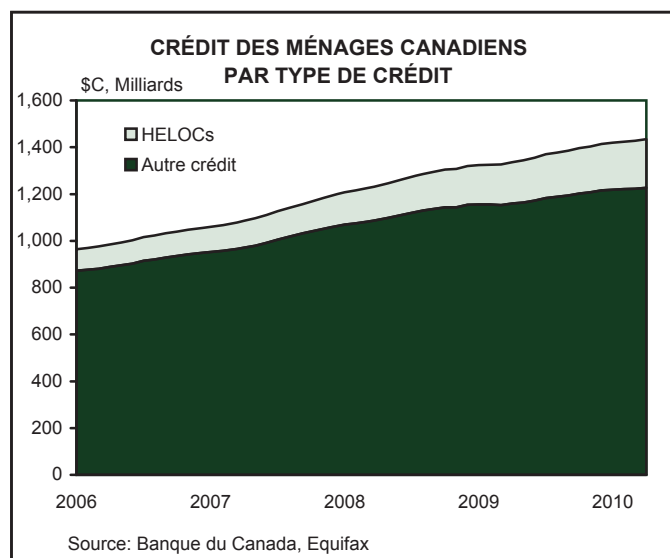


sance de l'endettement associé à l'acquisition de biens immobiliers.

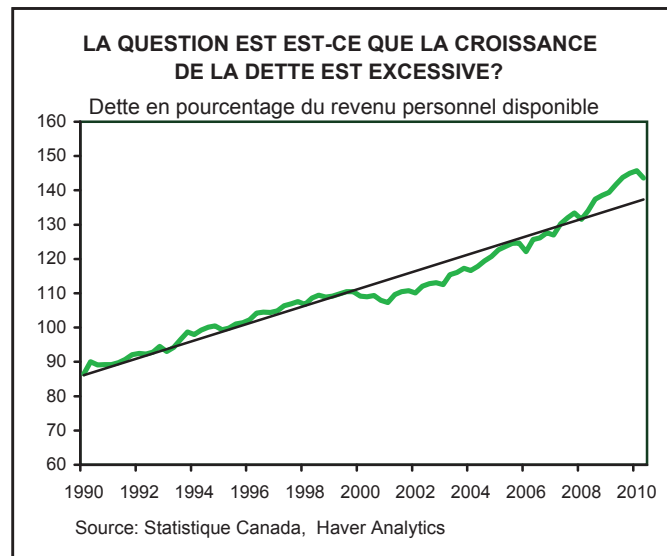
Jusqu'ici, nous avons abordé différents facteurs liés d'une part à la demande et d'autre part à l'offre, sans tenir compte du jeu qui existe entre les deux. Cette dynamique est habituellement procyclique. Pendant les périodes de forte croissance économique et d'intense activité sur le marché de l'habitation, la demande de crédit augmente et les institutions financières répondent à cette croissance en rendant le crédit plus accessible et en innovant afin de stimuler l'offre. Les dernières années ont toutefois été atypiques. Au cours de la dernière récession, la dette des ménages par rapport à leur revenu s'est accélérée contrairement à ce qui s'était produit au cours des récessions des années 1980 et 1990, pendant lesquelles la hausse du chômage avait ralenti l'endettement des particuliers. Lors de ces deux récessions, le resserrement de la politique monétaire avait joué un rôle prépondérant dans le repli du marché. Au cours de la période qui a précédé le plus récent repli économique, les taux d'intérêt n'étaient pas aussi élevés qu'au cours de la période correspondante de la récession des années 1980 et de celle des années 1990. La politique monétaire a été beaucoup plus accommodante cette fois-ci. Comme nous le ferons valoir plus loin dans le présent document, si ce comportement contre-cyclique a pu aider l'économie canadienne à sortir plus rapidement de la récession, il a aussi empêché de purger le système des dettes excessives accumulées pendant les années 2000 par rapport au revenu.

Le Canada est-il le seul pays où le ratio de la dette au revenu suit une tendance haussière?

Comme la dynamique de l'offre et de la demande est



similaire dans toutes les économies avancées, la tendance à la hausse de la dette des ménages est un phénomène planétaire. Dans les pays où les ménages sont moins enclins à s'endetter et où le taux de propriété est moins élevé — comme l'Allemagne, l'Italie et la France — l'augmentation de la dette a été moins importante et plus graduelle. Néanmoins, la fixation d'un taux cible d'inflation par la Banque centrale européenne et les innovations financières qui rendent l'endettement plus abordable y ont néanmoins stimulé la croissance du crédit. Dans les pays anglo-saxons comme les États-Unis, le Royaume-Uni, le Canada et l'Australie — où la culture est davantage axée sur la consommation et sur la propriété d'une maison — la croissance de la dette a été particulièrement forte. L'augmentation de la dette aux États-Unis et au Royaume-Uni a été remarquable et nettement démesurée. Ces pays ont été victimes d'une importante bulle immobilière qui a été suivie par un effondrement du marché immobilier en 2007 et en 2008, ce qui a entraîné une forte baisse du ratio de la dette au revenu des ménages. L'économie australienne est celle dont le rendement ces deux dernières années a le plus ressemblé à celui de l'économie canadienne, mais la situation est bien différente aux É.-U. et au R.-U. Les similitudes entre les expériences canadienne et australienne n'ont rien d'étonnant, puisque ces deux pays possèdent de petites économies axées sur les marchandises où la demande intérieure est restée forte et où le marché de l'habitation et le marché du travail ont récupéré rapidement, après une brève contraction au cours de la récession de 2009. Néanmoins, la politique monétaire n'a pas été aussi accommodante dans les deux pays et le relâchement des règles hypothécaires n'a pas été aussi prononcé en Australie. L'augmentation de la dette des ménages en Australie au



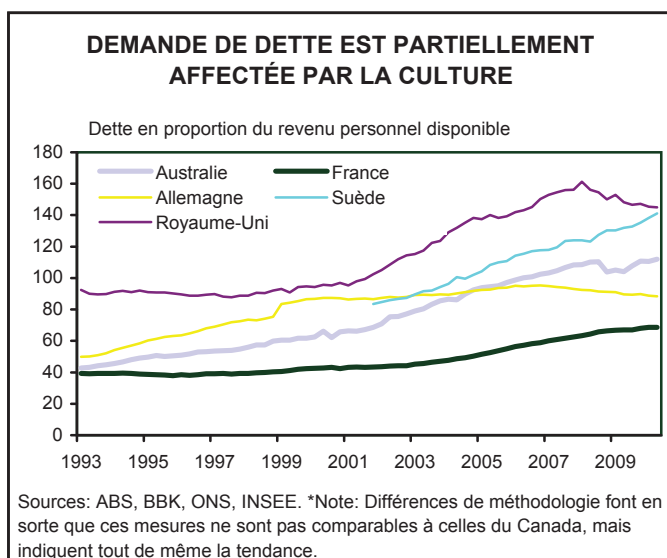
cours des trois dernières années a donc été beaucoup plus modeste qu'au Canada.

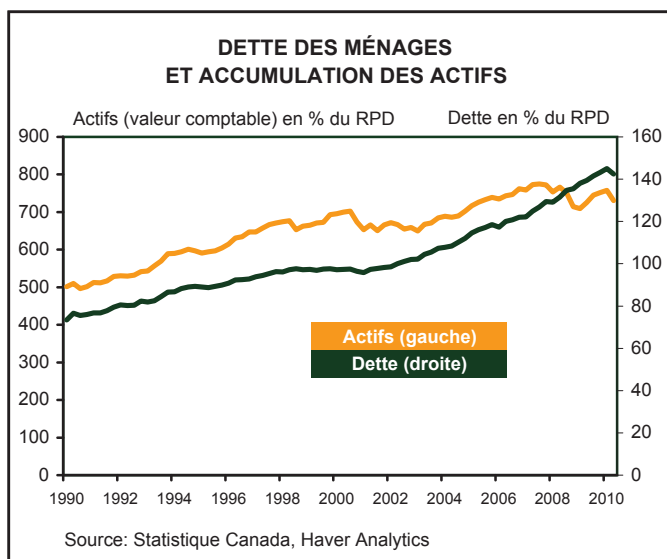
Y a-t-il un seuil que le ratio de la dette au revenu ne doit pas franchir?

Il n'existe pas de ratio de la dette au revenu « constant » ou « optimal ». Comme nous l'avons mentionné précédemment, les tendances dans le domaine des finances personnelles et les préférences des individus influent sur la demande de crédit. Ainsi, lorsqu'on souscrit une dette pour se procurer un bien et que le prix du bien est susceptible d'augmenter assez rapidement, alors il est parfaitement sensé d'emprunter pour accumuler ainsi de la richesse, même si, ce faisant, on se trouve à augmenter son ratio de dette au revenu. Par ailleurs, l'innovation financière entraîne parfois une augmentation structurelle de la dette au revenu. Imaginons une situation où les prêts hypothécaires seraient amortis sur une période de 100 ans. Grâce à la diminution du coût du service de la dette qui en découlerait, les ménages seraient capables d'assumer une dette beaucoup plus élevée par rapport à leur revenu. L'essentiel, c'est d'établir si le ratio de la dette au revenu est viable compte tenu de la structure actuelle des services financiers et des perspectives en matière de finances personnelles.

Les événements récents aux É.-U. et au R.-U. illustrent ce qui peut se produire lorsque le ratio devient vraiment excessif par rapport aux facteurs fondamentaux économiques et financiers. Incidemment, le ratio de la dette au RPD dans ces deux pays a plafonné à près de 160 % du RPD, soit environ 14 points de pourcentage de plus que le ratio actuel au Canada.

Un ratio de 160 % pourrait-il constituer le seuil au-delà





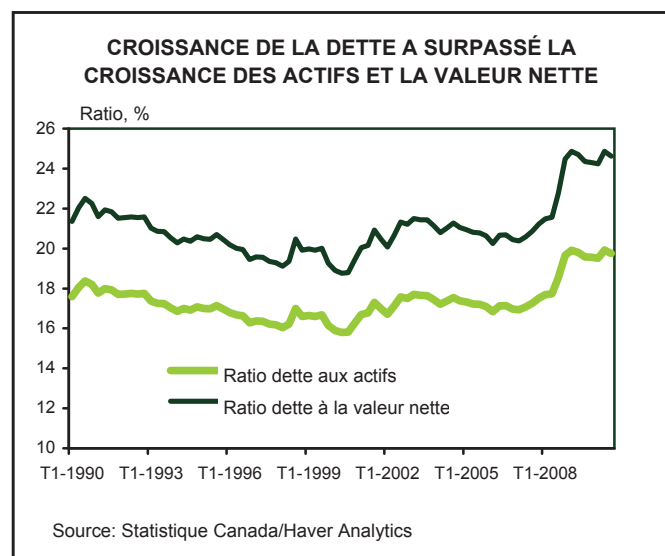
duquel le risque devient excessif? En appliquant simplement ce seuil de 160 % au Canada, on négligerait le fait que le ratio d'endettement aux É.-U. et au R.-U. avait, à ce niveau, vraisemblablement déjà dépassé un point supportable. Par quelle marge? Difficile à dire. Par ailleurs, le niveau approprié d'endettement par rapport au revenu peut probablement varier d'un pays à l'autre, selon la structure de la dette. Ainsi, aux États-Unis, les ménages peuvent déduire de leur revenu imposable les intérêts payés sur leurs prêts hypothécaires. Grâce à cette particularité, les ménages américains sont capables d'assumer une dette plus lourde par rapport à leur revenu que les ménages canadiens.

Par ailleurs, le ratio de la dette au revenu est un indicateur qui comporte ses propres limites. Comme les ménages ont souvent recours au crédit pour accumuler des biens sur lesquels ils peuvent ensuite s'appuyer, en cas de problèmes financiers, pour financer leur consommation ou pour générer un revenu à la retraite, il devient essentiel d'analyser un éventail complet de ratios afin de mieux évaluer leur vulnérabilité aux chocs économiques. Il faut notamment analyser le ratio de la dette à la valeur nette, le ratio de l'actif au passif et la proportion de la valeur nette accumulée sur la maison par rapport à l'actif total. Retenons surtout que le ratio de la dette au revenu n'est pas à lui seul un indicateur fiable pour établir la capacité des ménages de respecter leurs obligations financières. Cela s'explique par le fait que le revenu utilisé dans ce ratio est le revenu annuel. Or les ménages canadiens ne remboursent pas leurs dettes en un an. L'estimation du ratio du service de la dette doit donc être un élément clé de l'analyse permettant d'établir à quel point la dette est supportable.

Que disent les autres statistiques sur l'endettement?

Au même titre que le ratio de la dette au revenu, tous les indicateurs quantitatifs de l'endettement des Canadiens semblent pointer vers une vulnérabilité croissante, sans pour autant laisser présager l'imminence d'une crise.

Prenons d'abord l'évolution du bilan des ménages. Au cours des années 1980 et 1990, malgré l'augmentation du ratio de la dette au revenu des ménages, le ratio de la dette à l'actif et le ratio de la dette à la valeur nette sont demeurés stables. À partir des années 2000 toutefois, il y a eu une rupture et l'endettement croissant des ménages a cessé d'être contrebalancé par des gains en capital équivalents. En d'autres termes, les ménages épargnaient moins, se fiaient de manière excessive à la plus-value accumulée de leur actif et continuaient d'alourdir leurs obligations financières. Malheureusement, au moins une partie de la plus-value accumulée est susceptible de s'évanouir, les marchés boursiers éprouvant de la difficulté à reprendre le terrain perdu durant la dernière crise financière. De plus, les Services économiques TD estiment que les prix moyens des habitations ont augmenté de 10 à 15 % de plus que ne le justifient les facteurs économiques fondamentaux. Depuis 2006, pour la première fois de l'histoire, l'augmentation du ratio de la dette au revenu a été associée à une forte augmentation du ratio de la dette à l'actif et du ratio de la dette à la valeur nette. Depuis 2009, l'augmentation de ces indicateurs découle dans une large mesure de la forte diminution de la valeur de l'actif imputable à la brève correction survenue sur les marchés de l'habitation et sur les marchés boursiers. Pourtant, même si la valeur de l'actif est revenue à son niveau d'avant la récession, ces indicateurs demeurent à des

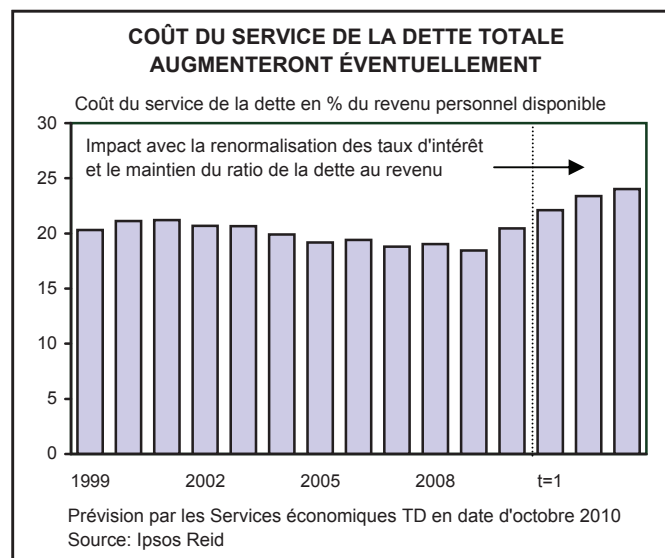


niveaux historiquement élevés. Cette situation est particulièrement préoccupante, car nous pensons que le rebond de la valeur de l'actif est probablement excessif.

L'estimation du ratio collectif du service de la dette des ménages a aussi déclenché des signaux d'alarme. On évalue habituellement la capacité d'endettement d'un particulier en s'appuyant sur le ratio des intérêts à la dette en proportion du RPD. Cet indicateur, qui ne tient pas compte des sommes consacrées au remboursement du capital, est populaire dans une large mesure parce qu'il est calculé par Statistique Canada qui en assure une large diffusion. L'augmentation des coûts d'intérêt constitue également la plus grande menace qui plane sur les finances des ménages, car le montant des versements de capital est généralement stable.

Même si les frais d'intérêts représentent une proportion relativement peu importante du RPD, le fait qu'ils ne se situent pas actuellement à un plancher historique est préoccupant, étant donné que les taux d'intérêt sont à leur plus bas. En fait, la dernière fois que le ratio du service de la dette a atteint le niveau actuel de 7,2 %, le taux de financement à un jour était de 4,25 % plutôt que 1,00 % comme c'est le cas actuellement.

Cette analyse est cependant rétrospective puisque, à moyen et à long terme, les taux d'intérêt ne demeureront pas à ces niveaux « d'urgence ». Il nous apparaît donc important de calculer à quel niveau le ratio augmenterait si le taux de financement à un jour remontait à un niveau plus normal, disons 3,5 %, dans un contexte où le ratio de la dette au revenu est de 146 % et où la croissance du RPD se situe à un niveau modéré de 3,0 à 4,0 %. Le ratio du coût d'intérêt de la dette monterait alors à 8,5 %, du jamais vu depuis le milieu des années 1990, à l'époque où les taux d'intérêt



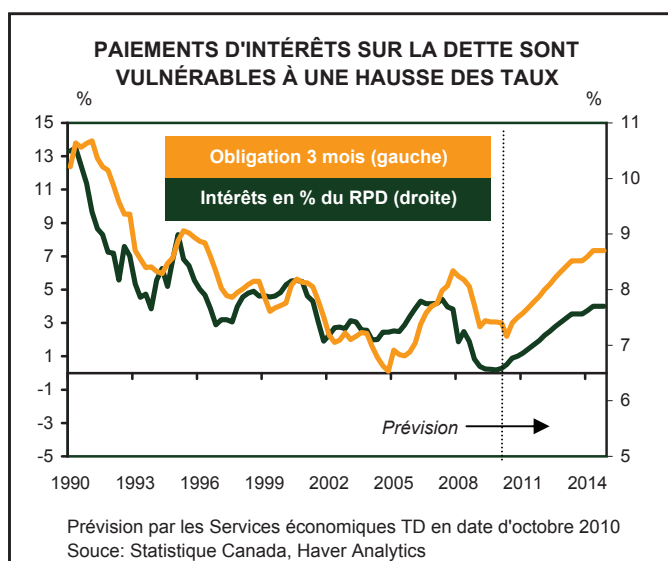
étaient de plus de 10 %.

Mais encore là, cet indicateur ne dépeint pas vraiment fidèlement la situation, car les ménages ne peuvent se contenter de payer leurs intérêts. Ils doivent également rembourser le capital. Au Canada, il est très difficile d'obtenir des données portant exclusivement sur le capital remboursé. La Banque du Canada utilise à cette fin les données de l'enquête Canadian Financial Monitor (CFM) d'Ipsos Reid, qui donne des statistiques financières détaillées sur les ménages de partout au pays l.

Tout comme le ratio du service de la dette, ces chiffres indiquent que la dette des ménages canadiens demeure dans une fourchette relativement abordable, mais seulement parce que les taux d'intérêt sont extrêmement bas. Si les taux à court terme augmentaient aux environs de 3,5 % et que les taux de cinq ans augmentaient aux environs de 5 %, les paiements combinés de capital et d'intérêts se situeraient à 23 % du RPD, leur plus haut niveau depuis 1999, le point de départ de cette série de données. Dans le scénario plus probable où le ratio de la dette au revenu continuerait d'augmenter — bien qu'à un rythme plus lent que depuis 2007 — le coût du service de la dette atteindrait 24 % du RPD lorsque les taux d'intérêt seront revenus à des niveaux plus normaux. En d'autres termes, si les taux d'intérêt augmentaient de trois points de pourcentage, il faudrait que le ratio de la dette au revenu redescende au niveau de 2006 (125 % à 130 %) pour que le coût du service de la dette reste au niveau actuel.

Quelle proportion de la population canadienne est particulièrement vulnérable?

Les moyennes dissimulent parfois la réalité. Dans le cas présent, l'augmentation somme toute modérée du caractère

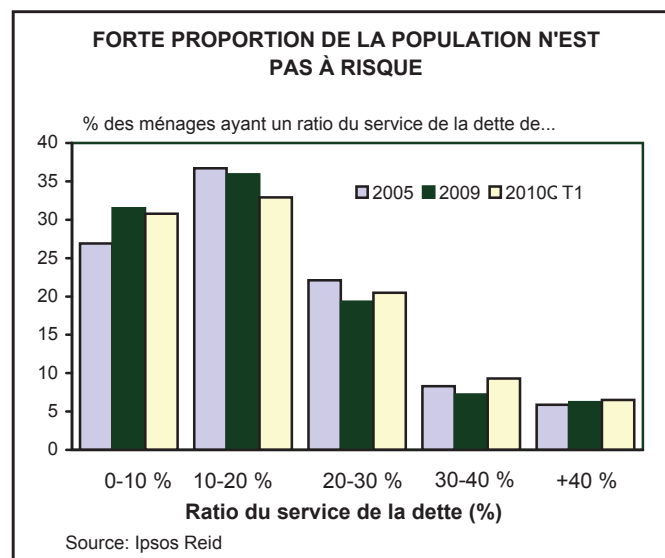


abordable de la dette globale dissimule le nombre véritable de Canadiens en situation précaire.

Les chercheurs de la Banque du Canada (BC) utilisent les données de l'enquête Ipsos Reid pour estimer le nombre de ménages qui, à cause de leur niveau actuel d'endettement, sont susceptibles d'éprouver des difficultés financières dans différents scénarios de hausse des taux d'intérêt. La Banque du Canada estime qu'un ménage est en situation de vulnérabilité financière (ou connaît des difficultés financières) lorsque le ratio du service de sa dette dépasse 40 %. Au-delà de ce seuil, les ménages sont en effet plus susceptibles de se trouver en défaut de paiement, ce qui explique le choix de ce critère.

La plus récente analyse remonte au début de 2010 et s'appuyait sur les données de 2009. La BC y concluait que tout juste un peu plus de 6 % des ménages connaissaient des difficultés financières. Dans un scénario où le taux de financement à un jour augmenterait à 3,5 %, où la dette des ménages continuerait de croître aussi rapidement que maintenant et où la croissance du RPD maintiendrait un vigoureux taux de croissance annualisé de 5 %, environ 7,5 % des ménages deviendraient financièrement vulnérables.

Depuis cette analyse de la BC, Ipsos Reid a publié les données du premier semestre de 2010. Nous avons donc repris l'analyse de la BC en suivant la même méthodologie, mais en utilisant les nouveaux chiffres. Le pourcentage de ménages actuellement vulnérables sur le plan financier (dont le ratio du service de la dette est de 40 % ou plus) a légèrement augmenté pour atteindre 6,5 %. Autre constatation encore plus frappante, la proportion de ménages sur le point de devenir vulnérables (c.-à-d. ceux dont le ratio du service de la dette se situe entre 30 % et 40 %) a augmenté de presque deux points de pourcentage complets, passant de 7,2 % en 2009 à 9,3 %. Compte tenu des changements survenus dans la distribution de la dette, nous estimons que le pourcentage de ménages susceptibles de devenir financièrement vulnérables si le taux de financement à un jour augmentait à 3,5 % pourrait être aussi élevé que 10 % ou 11 % en reprenant les hypothèses de la Banque du Canada². Ces données n'annoncent pas pour autant qu'une importante crise des finances des particuliers est en gestation. Aux É.-U., le ratio de vulnérabilité a monté jusqu'à 15 % avant que les ménages américains n'éprouvent collectivement des difficultés financières graves. Sans compter qu'aux É.-U., le phénomène a été amplifié par un important bond du taux de chômage. L'analyse souligne cependant bel et bien que la situation financière des ménages canadiens est fragilisée, et qu'ils sont plus vulnérables à l'inéluctable remontée

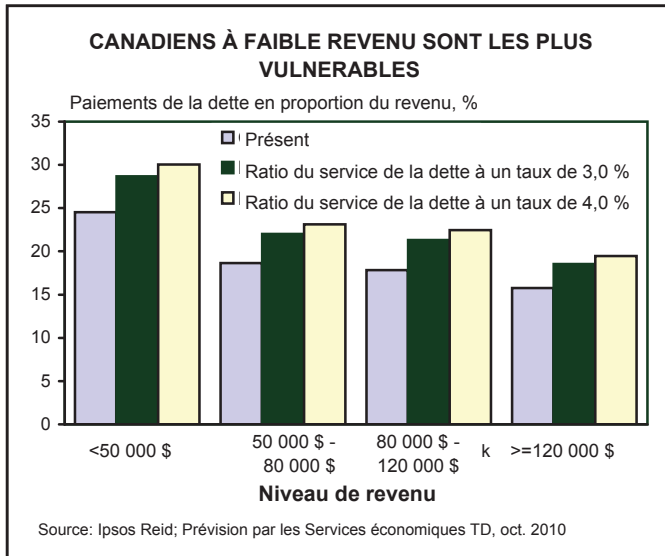


des taux d'intérêt qui se concrétisera dès que l'économie prendra du mieux.

Quel est le segment de la population le plus menacé?

Une analyse un peu plus approfondie de la base de données d'Ipsos Reid démontre que les ménages éprouvant le plus de difficultés financières sont concentrés parmi ceux qui se situent dans le bas de la fourchette des revenus. Même si on attribue environ les trois quarts de la dette globale aux familles ayant un revenu de moyen à élevé, ce sont les familles à faible revenu qui affichent le ratio de la dette au revenu (180 %) et le ratio du service de la dette (25 %) les plus élevés. Les ménages se situant dans la fourchette de revenu la plus basse sont également plus vulnérables à une éventuelle remontée des taux d'intérêt et, en moyenne, devraient consacrer plus de 30 % de leur revenu au service de leur dette si les taux d'intérêt devaient revenir à la normale, ce qui les placerait bien près du seuil reconnu de « difficulté financière ». Ces statistiques sont importantes parce que les familles à faible revenu sont plus vulnérables aux chocs économiques (leurs membres sont plus susceptibles de perdre leur emploi) et parce qu'elles ne disposent pas d'une multitude de biens qu'elles pourraient liquider en cas de coup dur.

Les données d'Ipsos Reid démontrent aussi que les groupes plus âgés au sein de la population (65 ans et plus) tendent à être plus endettés qu'ils ne l'étaient dans le passé et que bien des gens qui devraient normalement être en train de se préparer à la retraite (55 à 64 ans) sont plus endettés que par le passé. Les données révèlent aussi que le nombre de Canadiens qui choisissent de continuer à travailler augmente, peut-être parce qu'ils sont plus endettés ou parce



qu'ils ne se sentent pas en sécurité financière. Toutefois, l'interprétation de ces données est difficile. En effet, on pourrait affirmer que cet endettement croissant des ménages plus âgés découle de leur décision de travailler plus longtemps parce qu'ils le souhaitent, ou parce qu'ils en sont capables physiquement. Le lien de causalité n'est pas clair, mais cet endettement accru des strates plus âgées de la population canadienne est préoccupant.

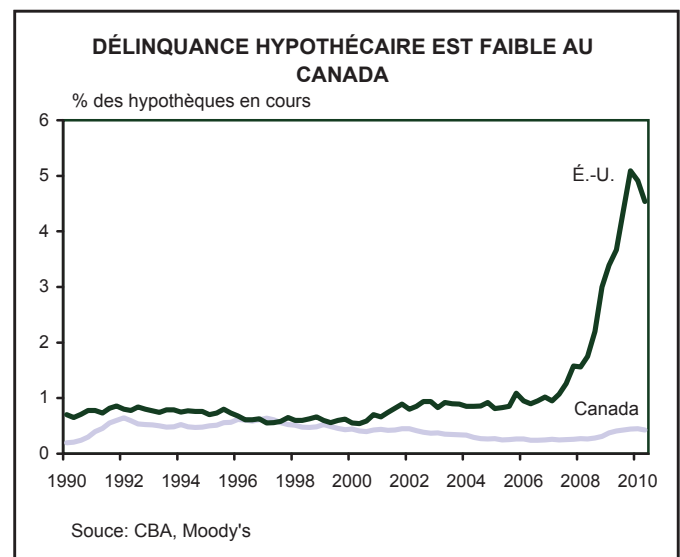
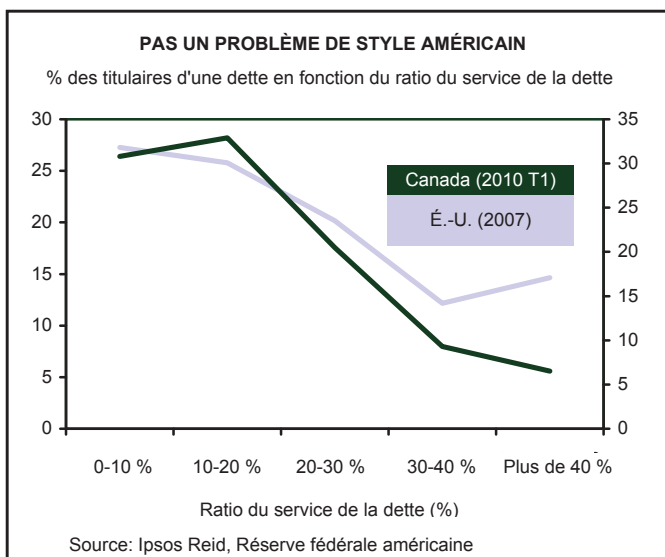
Nous dirigeons-nous vers un processus de désendettement massif « à l'américaine » ?

Malgré la vulnérabilité croissante d'une minorité appréciable des ménages, le niveau de risque associé à l'endettement des ménages semble au Canada nettement inférieur à ce qu'il était aux É.-U. Comme nous l'avons déjà souligné, à son sommet de 2007, le ratio d'endettement

était aux É.-U. considérablement plus élevé que ce qu'il est actuellement au Canada. Aux É.-U., le nombre de faillites et de défauts de paiement était aussi beaucoup plus préoccupant qu'il ne l'est au Canada. La proportion, aux É.-U., de prêts hypothécaires comportant des arriérés de paiement au cours des mois qui ont précédé la récession (c.-à-d. les prêts en souffrance à cause de l'endettement comme tel plutôt qu'à cause du chômage) avait augmenté à 1,5 % aux États-Unis, soit près de trois fois plus que ce que l'on enregistre actuellement au Canada.

On connaît aujourd'hui très bien les raisons qui expliquent cette différence. Aux É.-U., les pratiques de prêt des institutions financières comportaient un niveau de risque nettement supérieur pendant le boum des prêts hypothécaires à risque. En conséquence, une proportion beaucoup plus forte de ménages américains ont eu un recours excessif au crédit. En 2007, le ratio du service de la dette de 15 % des ménages endettés américains était supérieur à 40 %, soit deux fois le niveau actuel au Canada. Même si l'endettement des ménages continuait de croître plus rapidement que leur revenu au cours des prochaines années, la proportion de ménages canadiens financièrement vulnérables n'atteindrait pas le niveau qu'il a atteint au sud de la frontière en 2007. Comme nous l'avons déjà indiqué, la possibilité pour les Américains de déduire les intérêts de leur prêt hypothécaire de leur revenu aux fins de l'impôt a pour effet de leur permettre d'assumer une dette beaucoup plus importante par rapport à leur revenu que les ménages canadiens. Cela étant dit, les études démontrent malgré tout que les ménages dont le ratio du service de la dette est de 40 % et plus sont davantage susceptibles de se trouver en défaut de paiement.

En moyenne, le bilan des ménages canadiens est plus



sain, ce qui différencie ces derniers des ménages américains. Aux É.-U., d'autres indicateurs — comme le ratio de la dette à l'actif et celui de la dette à la valeur nette — s'étaient détériorés beaucoup plus dans les mois qui ont précédé la crise qu'au Canada actuellement. Le Canadien moyen détient sur sa maison une valeur nette considérablement plus élevée que l'Américain moyen. En fait, au moment de la crise, la valeur nette accumulée sur les habitations de nombreux Américains était négative. Par ailleurs, les ménages américains et britanniques ont été en proportion plus nombreux à profiter de l'appréciation rapide de leur maison pour emprunter davantage. À un certain point, 75 % des emprunteurs hypothécaires américains augmentaient le montant de leur solde au renouvellement de leur prêt et utilisaient la valeur accumulée sur leur maison pour financer des biens de consommation. Les Canadiens aussi utilisent la valeur accumulée dans leur habitation pour consommer, mais la tendance est beaucoup moins prononcée et une bonne partie des dettes contractées par les ménages a servi à financer l'achat d'une maison, et dans le cas particulier des jeunes ménages, l'achat d'une première maison.

Quel est, au Canada, le niveau approprié du ratio de la dette au revenu ?

L'estimation de ce que devrait être le niveau approprié du ratio de la dette au revenu n'est pas une science exacte, mais nous avons néanmoins réussi à développer un modèle dont la capacité prédictive est intéressante. Les variables de ce modèle sont, entre autres, l'actif en pourcentage du RPD, le taux de chômage, le taux d'inflation de base, le caractère abordable des habitations (et notamment la prolongation de la période d'amortissement maximale autorisée), le

Retombées en matière d'insolvabilité des particuliers

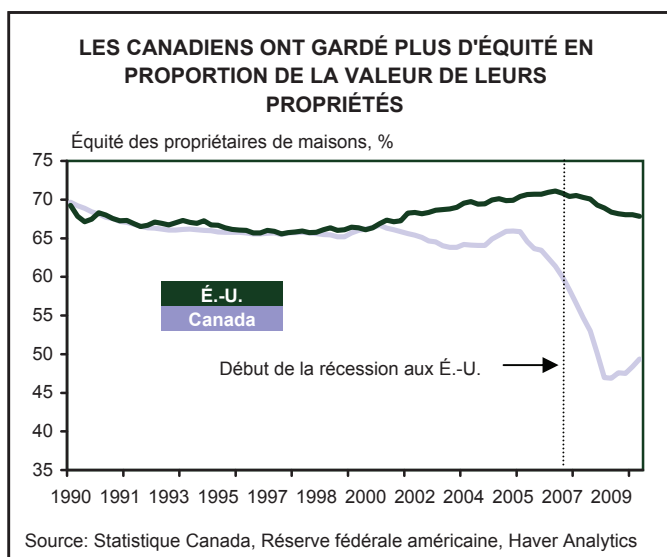
Les difficultés financières croissantes qu'éprouvent les Canadiens à faible revenu et la probabilité que le taux de chômage reste relativement élevé à moyen terme (7,5 à 8 %) laissent présager que le nombre de défauts de paiement et de faillites restera élevé, près du niveau actuel, au cours des prochaines années. La proportion de la dette des ménages détenue par ceux qui se déclarent insolubles (ou qui décident de liquider leurs dettes) restera toutefois vraisemblablement infime à 0,6 %. Il en va de même pour les prêts hypothécaires en souffrance, à 0,5 %.

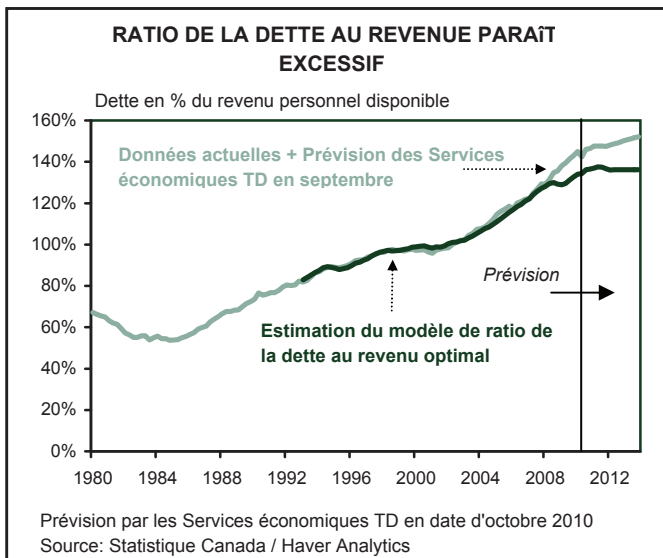
Certains risques compromettent ces perspectives. Historiquement, le nombre de faillites a toujours été étroitement associé à la conjoncture sur le marché du travail, mais, récemment, ce nombre a été beaucoup plus élevé que ne le laissait prévoir le taux de chômage. Le nombre de faillites par habitant au cours de la récession a été 50 % plus élevé que pendant la récession des années 1990. Pourtant, l'économie intérieure canadienne a affiché un meilleur rendement et le marché du travail a moins souffert. Par ailleurs, malgré une reprise étonnante de l'emploi au Canada, le nombre de faillites et de cas d'insolvabilité reste élevé, probablement à cause du fort endettement des Canadiens. Il s'ensuit que la prudence s'impose lorsqu'on s'appuie de manière conventionnelle sur le taux de chômage pour prévoir les défauts de paiement, et qu'il faut désormais accorder plus d'importance à l'endettement dans cette analyse.

rendement des obligations d'État de cinq ans (qui ancre les taux hypothécaires de cinq ans) et les prix des habitations. Selon ce modèle, l'endettement des ménages peut croître de manière viable tant que l'actif croît dans une proportion correspondante, que les habitations demeurent abordables et que le taux de chômage diminue. Toujours selon ce modèle, après être resté plus ou moins à son point d'équilibre jusqu'en 2007, le ratio d'endettement a depuis basculé. En appliquant les prévisions économiques du scénario de base des Services économiques de TD aux variables susmentionnées, on en arrive à la conclusion que le niveau viable du ratio de la dette au RPD se situera dans les cinq prochaines années dans une fourchette de 138 % à 140 % au Canada, soit environ de six à huit points de pourcentage sous son niveau actuel.

Quelle pourrait être l'incidence de cette situation sur les emprunts futurs ?

Au sens strict, on serait porté à croire que dans le contexte actuel d'excédent de la dette des ménages par rapport à leur revenu, il faudra des mesures de redressement importantes





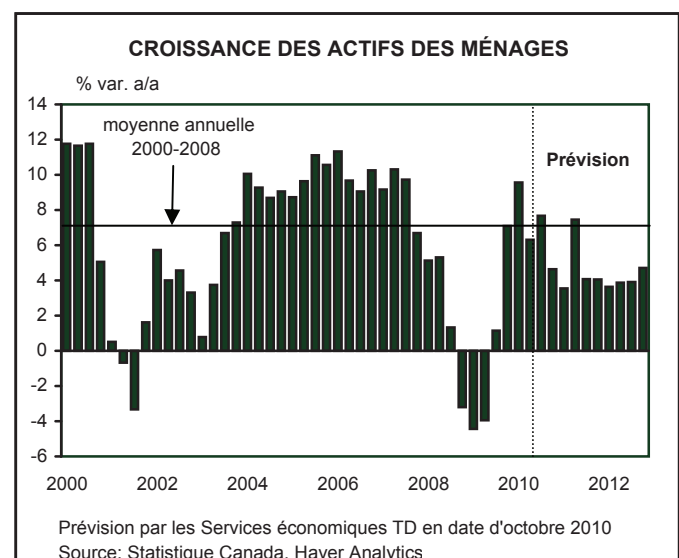
et prolongées pour ramener le ratio au niveau approprié. En effet, la croissance annuelle moyenne de la dette des ménages a été de 8 % par année au cours des 10 dernières années. Dans un monde où le RPD des ménages croît au rythme annuel moyen très modéré de 4 %, il faudrait que la dette des ménages n'augmente en moyenne que d'environ 2 % par année pour faire redescendre le ratio d'endettement à 140 % d'ici trois ans. Si la croissance annuelle moyenne de la dette est plutôt de 3 %, il faudra cinq ans pour redescendre à ce niveau. Précisons que des taux de croissance de la dette aussi bas seraient sans précédent au Canada en dehors des périodes de récession, et qu'il est peu probable qu'on en arrive là dans un contexte de taux d'intérêt anormalement bas. Toutefois, nous sommes malgré tout convaincus qu'il est possible de ralentir la croissance de la dette des ménages du taux annuel moyen de 8 % des 10 dernières années à 5 % par année au cours des 5 prochaines.

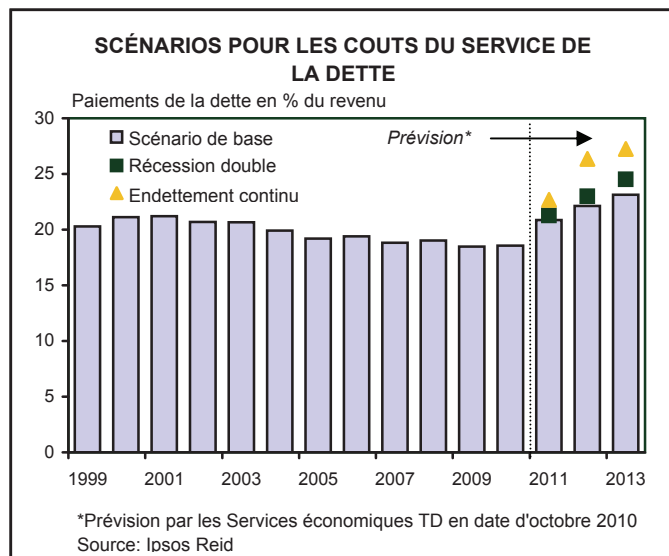
Voici une liste non exhaustive d'un certain nombre de facteurs qui freineront naturellement la croissance du crédit au cours des prochaines années :

- L'activité sur le marché de l'habitation sera probablement relativement modeste. Au cours des dernières années, la moitié des maisons achetées l'ont été par un premier acheteur, une proportion nettement supérieure à la moyenne à long terme qui est d'environ un tiers. C'est donc dire que de nombreux premiers acheteurs ont devancé leur achat pour profiter des taux d'intérêt bas, et que le bassin de premiers acheteurs est probablement dans une large mesure épuisé. Il est donc peu probable que l'activité sur le marché de l'habitation revienne à son sommet récent avant plusieurs années. Ce ralentissement se répercutera à la baisse sur les achats de biens de

consommation durables et sur la demande globale de crédit.

- La capacité d'emprunter sera probablement plus limitée. En effet, comme le niveau d'endettement des ménages est déjà excessif, leur capacité d'emprunter de nouvelles sommes est limitée. Premièrement, à cause du recours accru au crédit pendant la récession, le crédit disponible sur les marges de crédit hypothécaires a diminué. Deuxièmement, comme nous en avons discuté, plus les taux d'intérêt remonteront, plus les ménages devront consacrer une partie importante de leur revenu au remboursement de leurs dettes. L'augmentation des taux d'intérêt réduira également le nombre de personnes admissibles à du crédit.
- L'appréciation des éléments d'actif sera plus lente. Nous pensons que les ménages ne devraient pas compter sur une appréciation de leur actif aussi rapide qu'au cours des 10 dernières années. De l'avis général, le retour à la croissance économique sera très graduel et l'augmentation des bénéfices des entreprises devrait à peine suffire à alimenter à long terme des rendements boursiers annuels de 6 à 8 %, soit plus ou moins la moitié du rendement annuel des 10 dernières années. Simultanément, le taux de croissance des prix des maisons devrait redescendre plus près de sa moyenne à long terme de 4 % au cours des 10 prochaines années, ce qui équivaut également à la moitié du taux de croissance au cours de la période qui a précédé la récession.
- L'offre structurelle stimulera moins le crédit. Certains changements apportés aux règles régissant l'assurance hypothécaire ont été renversés. La période maximale





d'amortissement est repassée de 40 à 35 ans et la valeur de la mise de fonds initiale requise est remontée de 0 à 5 % en octobre 2008. Au début de 2010, les règles d'admissibilité à l'assurance hypothécaire ont aussi été resserrées. Les banques doivent désormais s'assurer que chaque emprunteur qui demande un prêt hypothécaire d'une durée inférieure à cinq ans dispose d'un revenu suffisant pour assumer ce prêt au taux d'intérêt affiché pour la période de cinq ans, et que tout emprunteur qui demande un prêt de cinq ans peut assumer ce prêt au taux réellement accordé plutôt qu'au taux de trois ans affiché, qui servait auparavant d'étalon aux banques pour mesurer la capacité de payer des emprunteurs. Ces changements réduisent du quart les gains de capacité financière créés en 2007 par le relâchement des règles relatives à l'assurance hypothécaire. Le pourcentage de la mise de fonds initiale minimale sur l'achat d'une propriété non occupée par son propriétaire a également été majoré à 20 %. Finalement, il se peut qu'on assiste actuellement à un certain essoufflement de la demande de crédit générée par la popularité croissante, ces 10 dernières années, des très souples marges de crédit hypothécaires.

- Avec l'augmentation du nombre de bébé-boumeurs atteignant l'âge de la retraite, la démographie pourrait aussi limiter la croissance du crédit. C'est, en tous les cas, la conclusion du modèle du cycle de vie. On pourrait toutefois faire valoir que les innovations financières atténueront les effets contraignants liés à la démographie. En effet, comme les personnes qui approchent l'âge de la retraite ou qui y sont déjà ont tendance à être plus endettées qu'auparavant, et que leur revenu de retraite et leurs épargnes personnelles sont inférieurs, il se peut

que la demande d'instruments financiers permettant aux retraités d'utiliser la valeur accumulée dans leur maison augmente. Les hypothèques inversées pourraient notamment connaître un regain de popularité dans l'avenir. Certaines institutions financières créeront à n'en pas douter de nouveaux produits de crédit pour mieux répondre à cette demande, d'où une nouvelle source de crédit. Il est clair que si une telle tendance s'installe, les décideurs politiques devront envisager la mise en œuvre de lignes directrices et de règlements incitant à la prudence. Toutefois, on ne devrait pas voir d'innovations de ce genre apparaître à très court terme. À plus long terme, il ne faut pas exclure cette possibilité.

Si, comme le prévoient les Services économiques TD, la croissance de la dette ralentit bel et bien au rythme annuel de 5 % au cours des cinq prochaines années, non seulement l'endettement excessif actuel des particuliers ne diminuera pas, mais la situation continuera de s'aggraver. Notre scénario de base fait état d'une croissance économique réelle d'environ 2 % par année, qui devrait se traduire par une croissance annuelle du revenu personnel disponible de 4 %. Cette combinaison de croissance de la dette et du revenu porterait le ratio de la dette au revenu personnel à 151 % d'ici 2013, soit environ 11 à 13 points de pourcentage de plus de ce que nous estimons être un niveau viable de long terme.

Comme nous prévoyons que la croissance économique sera modérée et que l'inflation restera faible, les taux d'intérêt n'augmenteront que lentement. Le taux de financement à un jour devrait revenir au niveau de 3,50 % en 2013 seulement et se maintenir à ce niveau pendant un certain temps. Donc, même si les Canadiens qui consacrent plus de 30 % de leur revenu disponible au service de leur dette seront confrontés à des difficultés financières dans un avenir prochain, et même si leur dette continuera de croître de manière excessive par rapport à leur revenu, pour la majorité des ménages canadiens, cette dette restera malgré tout gérable.

Incidentement, à la fin des années 1970 et au début des années 1980, le ratio de la dette au revenu des ménages est resté au-dessus de ce seuil de viabilité pendant environ cinq ans, pour ensuite redescendre sous la moyenne à long terme pendant les trois années suivantes. Une profonde récession et une augmentation soudaine et importante du taux de chômage ont été les catalyseurs de cette correction. Le problème, cette fois, est qu'à moins d'une récession à double creux que nous ne prévoyons pas, il faudra obligatoirement qu'il y ait une augmentation plus forte que prévue des taux d'intérêt, ou la prise de mesures prudentielles

pour que l'endettement des ménages diminue davantage que ce qui est prévu dans le scénario de base des Services économiques TD.

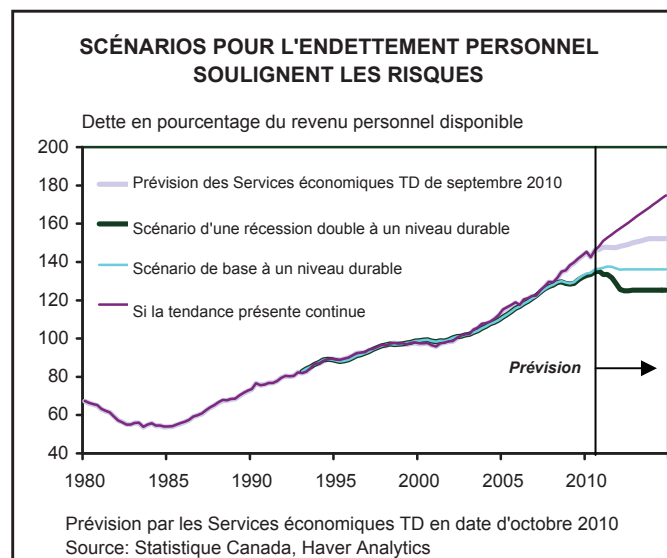
Quels sont les principaux facteurs de risque susceptibles d'entraîner un atterrissage plus brutal?

Comme nous pensons que les taux d'intérêt resteront bas, dans notre scénario de base, la période d'ajustement s'étire jusqu'à la deuxième moitié de la décennie en cours.

À court terme, nous nous soucions surtout de deux risques : i) la possibilité d'un choc négatif qui freinerait la croissance des revenus ou ii) une nouvelle vague d'emprunts qui conduirait à un redressement plus douloureux de la situation financière des consommateurs à plus ou moins long terme. La probabilité de l'un ou l'autre de ces scénarios est appréciable, mais pas suffisamment pour qu'ils figurent parmi les plus probables. Nous estimons à une sur trois la chance que l'un ou l'autre se réalise.

Le premier risque est celui d'une baisse importante du revenu des ménages à la suite d'une récession à double creux aux États-Unis ou d'un choc financier imprévu qui frapperait l'économie canadienne et entraînerait une détérioration des finances des ménages. En 2008-2009, la capacité des consommateurs canadiens et des administrations publiques de contrer la récession par une augmentation des dépenses était de beaucoup supérieure à ce qu'elle est maintenant. Le cas échéant, une nouvelle récession serait importante et pousserait le taux de chômage bien au-delà du seuil des 10 %. Comme de nombreux ménages ne disposent pas d'une marge de manœuvre financière énorme, toute variation importante de leur revenu multiplierait automatiquement les défauts de paiement et déclencherait un mouvement de désendettement massif. Dans ce scénario, le ratio de la dette au revenu chuterait à 127 % ou 128 % d'ici 2013 (voir le graphique) et exigerait un effort de redressement de la situation financière beaucoup plus important de la part des consommateurs.

Par ailleurs, il est aussi possible que la croissance de la dette des ménages s'accélère à court terme. Comme les taux d'intérêt sont anormalement bas, il est en effet possible qu'après une brève pause, les ménages recommencent à emprunter frénétiquement au cours des prochains trimestres. Le rendement nominal des obligations à moyen et à long terme, notamment, a atteint des creux historiques au cours des six premiers mois de l'année, ce qui pourrait stimuler le marché de l'habitation. Avec ce scénario, les ménages pourraient se retrouver dans une situation financière encore plus précaire. Avec un ratio d'endettement qui pourrait grimper



à 160 % d'ici 2012, on serait en présence d'un signal très fort qu'un important mouvement de désendettement des ménages se dessine.

Finalement, le dernier scénario possible, outre notre scénario de base, est celui qui produirait le résultat le plus souhaitable. Dans ce scénario, l'économie canadienne afficherait un rendement nettement supérieur aux prévisions, ce qui créerait une croissance inattendue du revenu des ménages, d'où une diminution du ratio de la dette au revenu. Cette situation serait bien sûr idéale, mais il ne faut pas trop y compter.

En bref

Pour récapituler, la dette des ménages canadiens atteint 146 % du revenu personnel moyen après impôt et, à ce niveau, elle est excessive. Une analyse prospective nous a appris qu'un certain nombre de facteurs ralentiront probablement la croissance du crédit par rapport à son taux de croissance récent. L'élimination progressive de la surchauffe sur le marché de l'habitation est l'un de ces facteurs. Toutefois, dans un contexte de bas taux d'intérêt persistants, le ralentissement sur le marché du crédit sera nécessairement limité. Dans notre scénario de base, le ratio global de la dette au revenu continuera d'augmenter au cours des cinq prochaines années — jusqu'à 151 % — malgré le ralentissement prévu de la croissance du crédit. Les Services économiques TD estiment que le niveau approprié du ratio de la dette au revenu personnel est de l'ordre de 138 % à 140 %.

Tôt ou tard, il y aura sur le plan monétaire un retour de balancier et les taux d'intérêt remonteront à un niveau plus neutre. Les Services économiques TD s'attendent à ce que le taux de financement à un jour atteigne 3,50 % en 2013.

Cette remontée créera des difficultés financières pour certains ménages canadiens, mais pas pour la majorité. Une crise de la dette des ménages « à l'américaine » ne semble donc pas à l'horizon.

Néanmoins, les décideurs politiques et les prêteurs devraient être prévenus que l'endettement croissant des particuliers devient un problème de plus en plus pressant et que les Canadiens à faible revenu sont plus particulièrement vulnérables à toute augmentation future des taux d'intérêt. Dans ce contexte, des mesures prudentielles pourraient être justifiées afin de ralentir la croissance de l'endettement. Cela étant dit, l'administration fédérale doit procéder avec prudence sur le plan réglementaire. En effet, l'adoption de mesures très strictes à un moment où l'économie est fragile pourrait provoquer un atterrissage difficile dans le secteur de l'immobilier et être contre-productive. Il serait préférable de s'efforcer de mieux comprendre les facteurs qui incitent les particuliers à s'endetter et la distribution de cette dette, de

soupeser les options possibles en ce qui concerne l'issue du cycle en cours dans le secteur de l'habitation, et d'attendre la consolidation des assises économiques avant de décréter une réglementation plus serrée. Cette démarche serait prudente. Il faut cependant du temps pour développer des politiques et les mettre en œuvre. Il serait approprié de s'efforcer dès maintenant d'établir quelle devrait être notre réaction à une nouvelle augmentation éventuelle de l'endettement, si les ménages canadiens n'arrivent pas à ralentir leur endettement à cause de l'avidité créée par des taux d'intérêt particulièrement alléchants sur le plan historique. En clair, l'économie canadienne est bien servie par sa politique monétaire fondée sur un taux cible d'inflation, même si celle-ci exige parfois le maintien de bas taux d'intérêt pendant une période prolongée. La politique monétaire n'est pas bien adaptée pour cibler uniquement la croissance du crédit personnel. Au besoin, il faut plutôt de tourner vers la réglementation pour viser plus juste.

*Craig Alexander, vice-président principal et
économiste en chef
416-982-8064
Courriel : craig.alexander@td.com*

*Derek Burleton, vice-président et économiste en chef
adjoint (Canada)
416-982-2514
Courriel : derek.burleton@td.com*

*Diana Petramala,
Économiste (Canada)
416-982-6420
Courriel : diana.petramala@td.com*

Notes de fin de document et bibliographie

1. Les données d'Ipsos Reid ne sont pas diffusées dans le public et, par conséquent, ne sont pas fréquemment citées. Soulignons que nous utilisons les données d'Ipsos Reid pour analyser la situation des ménages qui détiennent actuellement des dettes. Les résultats de la CFM ne sont pas comparables au ratio du service de la dette établi par Statistique Canada parce que cette dernière estimation prend en compte tous les ménages, y compris ceux qui n'ont pas de dettes. Selon la CFM, 30 % des ménages canadiens n'ont aucune dette. Malgré cette différence méthodologique, les données d'Ipsos Reid mènent aux mêmes conclusions.
2. L'utilisation des données de la CFM d'Ipsos Reid à une fréquence inférieure à la fréquence annuelle peut biaiser les résultats à cause de la taille trop limitée de l'échantillon. En effet, la taille de l'échantillon pour un trimestre donné équivaut à environ le quart de la taille de l'échantillon annuel. Cependant, les données trimestrielles constituent un bon indicateur avancé de l'évolution à venir des statistiques.
3. Faruqi, Umar. *Indebtedness and the Household Financial Health: An Examination of the Canadian Debt Service Ratio Distribution*, document de travail de la Banque du Canada, décembre 2008, <http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2008/wp08-46.html>.
4. Djoudad. « Le cadre d'analyse utilisé par la Banque du Canada pour évaluer la vulnérabilité du secteur des ménages », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin 2010, http://www.bankofcanada.ca/fr/rsf/2010/index_0610.html.
5. *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin 2010, <http://www.bankofcanada.ca/en/fsr/index.html>.

Ce rapport est présenté par les Services économiques TD pour les clients du Groupe Banque TD. Il est à des fins d'information seulement et peut ne pas convenir à d'autres fins. Le rapport ne fournit pas de matériel d'information sur les activités et les affaires du Groupe Banque TD et les membres des Services économiques TD ne sont pas les porte-parole de Groupe Banque TD à l'égard de ses activités et ses affaires. Les informations contenues dans ce rapport ont été établies à partir de sources considérées comme fiables, mais leur exactitude n'est pas garantie. Le rapport contient une analyse et des points de vue économiques, y compris sur l'avenir économique et la performance des marchés financiers. Celles-ci sont fondées sur certaines hypothèses et d'autres facteurs, et sont assujettis à des incertitudes et risques inhérents. Les résultats actuels peuvent être sensiblement différents. La Banque Toronto-Dominion et les filiales et entités qui composent le Groupe Banque TD ne sont pas responsables d'éventuelles erreurs ou omissions dans l'information, analyse ou de points de vue contenus dans le présent rapport, ou de toute perte ou dommage subi.