

Banque Scotia

ANALYSE ÉCONOMIQUE MONDIALE

LA SEMAINE EN BREF

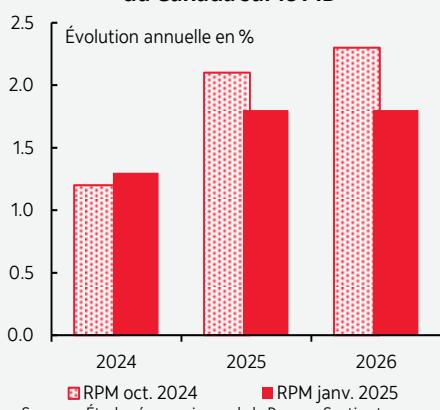
Le 29 janvier 2025

Contributeurs

Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux
Études économiques de la Banque Scotia
416.863.7707
derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1

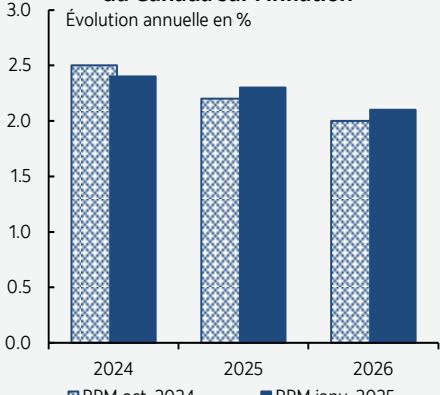
Révisions des prévisions de la Banque du Canada sur le PIB



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et *Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada, janvier 2025*.

Graphique 2

Révisions des prévisions de la Banque du Canada sur l'inflation



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et *Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada, janvier 2025*.

La BdC mettra fin au durcissement monétaire s'il n'y a pas de tarifs. Que fera-t-elle s'il y en a?

- La BdC a abaissé son taux directeur de 25 points de base à 3 % comme attendu, soit une baisse cumulative de 200 points de base...
- et a annoncé la fin du durcissement monétaire en mars, plus tôt qu'escompté.
- Elle a réduit de 30 points de base le taux d'intérêt sur les dépôts pour tenir compte de l'écart CORRA par rapport au taux à un jour.
- Il semble vraiment que le pronostic du scénario de base et les prévisions soient en quelque sorte en veilleuse.
- Les scénarios tarifaires font planer l'ambiguïté sur l'orientation et la chronologie du taux directeur.
- Pourrait-on assister au « ciblage flexible de l'inflation » de la crise financière mondiale?
- Prenez garde au risque de cafouillage de l'équipe de « l'inflation transitoire ».

Sans surprise, la Banque du Canada a abaissé de 25 points de base son taux directeur. Elle en a profité pour annoncer la fin du durcissement quantitatif.

Dans l'ensemble, les communiqués indiquent que si les hypothèses tarifaires extrêmes ne se matérialisent pas, la BdC aura probablement fini d'abaisser les taux et laissera les effets décalés des baisses faire leur œuvre.

Or, les scénarios tarifaires font planer l'ambiguïté. Je croyais que Tiff Macklem avait réussi à expliquer cette ambiguïté. Toutefois, les différents prévisionnistes comprendront ce qu'ils veulent bien entendre. Je vais donc vous parler de ce que j'ai entendu et vu dans les projections de la BdC, en ajoutant deux autres scénarios.

Le lecteur est invité à cliquer sur [ce lien](#) pour prendre connaissance de la déclaration et de la comparaison avec la déclaration publiée pendant la pandémie. Vous pouvez cliquer sur [ce lien](#) pour prendre connaissance du RPM, ainsi que des prévisions et des scénarios tarifaires vers la fin de l'horizon prévisionnel. Pour prendre connaissance des propos liminaires du gouverneur Macklem dans sa conférence de presse, veuillez cliquer sur [ce lien](#). J'ai aussi tenté de joindre à cette note le relevé complet de la conférence de presse.

Parce que la BdC ne sait pas ce qui pourrait se produire à terme et qu'elle ne souhaite pas télégraphier d'autres changements dans son scénario de base, elle a pris la décision de supprimer, dans le pronostic à terme, la phrase qui portait sur d'autres baisses éventuelles.

LA RÉACTION DES MARCHÉS

Les marchés n'ont guère réagi. Le rendement des obligations à 2 ans du Canada a perdu environ 2 points de base entre le début et la fin des communiqués. La paire USD/CAD n'a pas du tout bougé, à 1,4440 environ. Les marchés continuent d'anticiper la probabilité importante d'une autre baisse le 12 mars, ainsi que des baisses supplémentaires de moins de 50 points de base d'ici la fin de l'année.

En fait, le secrétaire américain au Commerce Howard Lutnick a eu plus d'influence que la BdC sur la paire USD/CAD. Il a déclaré que les efforts de répression du trafic de fentanyl pourraient donner lieu à un moindre risque tarifaire pour le Canada, ce qui a donné lieu à un dégagement généralisé du dollar US, ainsi qu'à une appréciation de presque un demi-cent du dollar CA. Je crois que Lutnick s'apprête à instituer une rampe de sortie de la folie tarifaire qui pourrait devenir la « Partie 2 de Colombia », menace qui n'est jamais brandie ou dure très peu de temps, et qui devient un compromis de la dernière heure, séance de photos à l'appui, même si la preuve est éloquente : malgré les anecdotes, le Canada n'est pas la source du problème de fentanyl des États-Unis. Dans une autre illustration de ce qui pourrait se produire, la Maison-Blanche a confirmé hier sa décision de bloquer toutes les subventions fédérales en raison d'un violent retour de manivelle : la volatilité des plans et des communiqués émanant de la nouvelle administration américaine est renversante, puisqu'elle est entrée en fonction depuis à peine une semaine.

LA FIN DU DURCISSEMENT QUANTITATIF

Je suis un peu étonné que la BdC ait pris la décision de mettre fin au durcissement quantitatif à cette réunion, même si elle a signalé qu'il s'agissait d'un risque aujourd'hui. En faisant une déclaration avant cette réunion pour affirmer qu'elle mettrait bientôt fin au durcissement quantitatif, elle a indiqué qu'il s'agissait d'un risque plutôt qu'un calendrier normal pour une déclaration sur son bilan aux environs de mars. Pourtant, le sous-gouverneur Toni Gravelle a déclaré qu'il mettrait fin au durcissement quantitatif

Le 29 janvier 2025

pendant le premier semestre de 2025 avant de déposer son estimation révisée à la hausse des soldes de règlement cet été et avant un vaste rachat d'obligations en septembre. Quand on lui a posé la question, il a déclaré qu'il y aurait quatre réunions, qui se dérouleraient à un certain moment au cours du premier semestre. Il n'a pas donné d'explications sur les raisons pour lesquelles la BdC a décidé de le faire à cette réunion.

On a livré les détails opérationnels à la fin de la déclaration monétaire de la BdC.

Il n'empêche qu'à mon avis, les projections dont j'ai fait état dans [cette note](#), tout de suite après la déclaration du sous-gouverneur Gravelle il y a moins de deux semaines, sont toujours essentiellement valables, mais peuvent être reportées d'environ un trimestre.

LE SCÉNARIO DE BASE : FIN DES BAISSES DE TAUX

Son scénario de base indique que les baisses de taux s'arrêtent au taux directeur de 3 %. Ce scénario de base suppose qu'il n'y aura pas de tarifs douaniers, non pas parce qu'il est certain qu'il n'y en aura plus, mais plutôt parce qu'il ne sait pas ce qui se produira, tout comme le reste d'entre nous, et pour adopter une structure-cadre de réflexion pour faire état d'un choc potentiel dépourvu d'hypothèses potentiellement arbitraires sur les tarifs douaniers.

Ses prévisions (graphiques 1 et 2) indiquent que la croissance devrait reprendre du mieux et que cette reprise commence à dépasser la croissance potentielle du début de 2025, ce qui réduirait la marge excédentaire ou la ferait disparaître. La BdC tient compte du durcissement de la politique migratoire pour réduire la croissance potentielle, tout en signalant que la baisse des taux permet de stimuler les dépenses des ménages, comme nous le constatons dans les statistiques.

La BdC a donc révisé à la hausse ses projections inflationnistes dans son scénario de base et considère que les risques qui gravitent autour de la cible inflationniste de 2 % sont équilibrés. S'il n'y a pas de tarifs douaniers, le ciel se dégage, et elle n'indique pas qu'elle souhaite en faire plus. Je ne suis pas convaincu qu'elle écarte la progression des baromètres de l'inflation fondamentale en données désaisonnalisées et annualisées sur un mois. Je crois donc qu'il s'agit d'une autre raison pour laquelle la BdC ne l'admettra probablement jamais.

S'IL Y A DES TARIFS, TOUT DÉPEND!

Parce que d'autres interprétations se donnent libre cours, je crois qu'il s'agit du cas classique des personnes qui comprennent ce qu'elles veulent bien entendre. Derrière certaines interprétations de ce qu'a dit Tiff Macklem aujourd'hui, il est permis de croire, d'après le parti pris de la confirmation, qu'il serait sans ambiguïté prêt à rabaisser les taux comme s'il n'y avait pas de lendemain. Ce n'est pas ce que j'ai entendu. Ce que je l'ai entendu dire, c'est que tout dépend, encore et encore. Je ne l'ai pas entendu clamer qu'il abaisserait les taux ou qu'il les réduirait brusquement dans un scénario tarifaire. Il a parlé des différents dénouements et des diverses possibilités. Et compte tenu de ses antécédents « transitoires », il faut le prendre avec une pelletée de sel.

De quoi au juste les baisses de taux dépendent-elles? Pour commencer, selon l'hypothèse où chacun est frappé par un tarif américain universel de 25 %, où tout le monde riposte de façon proportionnelle et où les effets de ces tarifs sont permanents, je penche pour la négative. Voilà les élections de mi-mandat; vous avez été élu en promettant une meilleure gestion de l'économie américaine? Et vite, voilà une chambre de perdue, ou même les deux.

Tiff Macklem a fait valoir qu'en raison des hypothèses extrêmes des scénarios sur des tarifs, dans un scénario dans lequel le choc sur la croissance domine et l'impact des tarifs sur l'inflation donne simplement lieu à un rajustement ponctuel du niveau des prix sans créer d'effets de domino, la BdC abaisserait encore les taux. Probablement de beaucoup. C'est pourquoi l'un de nos scénarios fait état de baisses très importantes.

Pourtant, il a aussi déclaré que dans un scénario tarifaire dans lequel la croissance est percutée et dans lequel le choc tarifaire crée effectivement des effets de domino, la BdC priorisera davantage l'inflation et moindrement la croissance. Autrement dit, elle pourrait abaisser moins les taux, et peut-être même pas du tout, pour les hausser éventuellement. Dans son scénario tarifaire, trois années d'inflation tenace paraissent terriblement difficiles à traverser pour une banque centrale qui cible l'inflation.

C'est pourquoi le choix du scénario vous appartient! Allez-y et misez sur Trump si vous voulez faire des opérations dans l'amont de la courbe canadienne. Faites un achat total en amont et dites-leur d'acheter des billets de loterie tant qu'à y être. C'est un bon investissement de l'argent des autres, comme vous le constaterez. Et bon succès.

Je continue de penser qu'il faut garder l'esprit ouvert dans le scénario de base et dans l'impact des tarifs sur la conjoncture. C'est toujours ce que j'ai fait valoir.

J'ajouterais deux autres scénarios à ceux dont a parlé Tiff Macklem.

Dans l'un de ces scénarios, s'il fait fi des tarifs et des baisses pour se porter à la rescousse de la croissance, il est peut-être en train de télégraphier une tolérance pour revivre l'époque à laquelle il était le collègue de Mark Carney à la BdC pendant la crise financière mondiale : il avait alors adopté le « ciblage flexible de l'inflation », qui fonctionnait dans toutes les tranches des fourchettes et qui télégraphiait une tolérance pour les écarts importants par rapport à la cible inflationniste de 2 % pendant une durée importante. Dans ce cas, c'est ce qu'on aurait constaté dans une courbe pentifiée, non seulement dans la partie amont plus riche de la courbe, mais aussi dans les meilleurs rendements à plus long terme, dont l'indicateur incontournable des rendements des obligations du gouvernement du Canada à 5 ans.

Dans un autre scénario, il faut craindre de commettre la même erreur qu'on avait commise durant la pandémie dans le cadre de l'équipe de « l'inflation transitoire » avec tous les discours conciliants et les prévisions qui ont été malmenés lorsque « Macklem a calmé le jeu ». Je n'en croyais rien alors, et je suis aujourd'hui sceptique. Certains supposent que l'effet de rajustement ponctuel des tarifs au niveau des prix veut dire que ça ne durera pas, qu'il n'y aura pas de retombées ni de changements de comportement et que les problèmes de l'offre de l'économie s'aggraveront, puisque la BdC a admis qu'elle doit intégrer des données plus complètes dans ses modèles pour éviter de commettre la même erreur et de prononcer un discours conciliant pendant trop longtemps, comme elle a fait après la pandémie.

Le 29 janvier 2025

Et il ne s'agit pas seulement du choc sur l'économie intérieure. Les tarifs douaniers imposés par les États-Unis en sus de la demande globale pourraient probablement amener des entreprises américaines qui ont un pouvoir d'achat à les répercuter sur leurs clients, et peu nombreux sont ceux qui craignent que quelqu'un d'autre leur prenne leur part du marché intérieur. L'onde de choc pourrait aussi s'étendre au Canada via les chaînes logistiques.

L'ÉCART DU TAUX DIRECTEUR

Il faut signaler que la fin de la déclaration de la BdC comprend l'avis au marché sur le rajustement de l'écart du taux de rémunération des dépôts et sur les modifications à apporter aux conditions générales des opérations ORR. Avec effet le 30 janvier 2025, le taux de rémunération des dépôts sera fixé à un écart de 5 points de base en deçà du taux à un jour. La BdC a indiqué que ce taux allait améliorer l'efficacité de la structure-cadre. Il semble que l'objectif premier consiste à rapprocher, du taux directeur, l'écart CORRA.

RELEVÉ DE LA CONFÉRENCE DE PRESSE

J'ai tenté d'établir le relevé de ce qui s'est dit pendant la conférence de presse, puisque la BdC n'a pas fourni de relevé formel. Toutes les erreurs ou omissions sont imputables à mes talents de transcripteur.

Q1. La dépréciation du dollar CA veut-elle dire qu'on a atteint la limite de divergence de la politique monétaire avec la Fed, ce qui limite la capacité de la BdC d'apporter de l'aide en cas de conflit commercial?

R1. Si vous nous demandez si la léthargie du taux de change a limité notre décision jusqu'à maintenant, la réponse est non. Le dollar canadien a évolué plus considérablement. Il s'est substantiellement déprécié. Il commencera à produire certains impacts. Nos exportations seront plus concurrentielles; or, les tarifs douaniers les rendront moins concurrentielles. Autrement dit, le coût de tout ce que nous importons sera plus élevé. Les prix des fruits et des légumes frais augmenteront rapidement et seront plus généralement répercus au fil du temps. Par ailleurs, en raison de la léthargie du dollar canadien, les investissements importés des États-Unis seront plus chers, ce qui est l'autre conséquence. Nous avons supposé dans nos projections un dollar à 70 cents [note de la réaction : ils s'établissent anciennement au niveau du marché]. À mesure que se déroule l'évolution des tarifs, nous devrons tenir compte des réactions des marchés financiers dans nos projections en établissant notre politique à terme.

Q2. Vous avez dit que la politique monétaire pourrait ne pas permettre de compenser les tarifs de 25 %. Mais croyez-vous y arriver grâce à l'assouplissement quantitatif?

R2. Nous sommes loin de l'assouplissement quantitatif. Nous n'y avons fait appel qu'une fois. La barre reste très élevée à terme.

Q3. Dans quelle mesure les tarifs douaniers sont-ils intégrés dans vos prévisions?

R3. Nous sommes très clairs : nos prévisions supposent qu'il n'y aura pas de nouveaux tarifs. Les risques qui gravitent autour de nos projections entrent en ligne de compte dans notre décision. Ce que nous avons constaté, c'est que l'inflation reste assez proche de 2 % depuis l'été dernier. L'économie est toujours en situation d'offre excédentaire. Cette marge excédentaire fait baisser l'inflation. Nous voulons que la croissance reprenne, ce qui devrait absorber cette marge. Ces facteurs laissaient entendre qu'une nouvelle baisse serait logique. Puis, il y a la menace des tarifs. Il ne fait aucun doute qu'elle a posé sur notre décision. Plus nous pourrons nous assurer que l'économie repose sur des assises solides avant d'affronter de nouveaux tarifs, mieux nous nous porterons. C'est ce point de vue de la gestion des risques qui a conforté la décision d'abaisser le taux directeur de 25 points de base.

Q4. Si ce n'était que du taux directeur, quel serait le rôle de la BdC dans le scénario d'une guerre commerciale?

R4. Nous devons d'abord analyser et évaluer les effets qu'aurait une guerre commerciale. Il y a bien des inconnus : les tarifs seront-ils élevés, pendant combien de temps seront-ils appliqués, quelle sera la réaction et comment la conjoncture budgétaire s'y adaptera-t-elle? Or, certains éléments sont clairs. L'activité économique flétrirait. La croissance se ralentirait pendant un certain temps avant de finir par redevenir ce qu'elle était; or, dans l'ensemble, l'économie serait affaiblie. L'inflation suivrait un parcours haussier. Nous ne pouvons pas nous en remettre en même temps au ralentissement de la croissance et à l'accélération de l'inflation. Nous allons évaluer l'importance relative de ces deux facteurs. Si l'économie se ralentit plus rapidement que la flambée de l'inflation, la politique monétaire priorisera davantage la croissance. Si par contre l'inflation prime, la politique monétaire devra prioriser davantage l'inflation. Nous nous penchons sur différents scénarios. La politique monétaire ne peut pas éclipser les conséquences économiques d'un conflit commercial prolongé. L'économie sera moins efficiente. La politique monétaire ne peut pas changer la situation, ni la compenser. Ce qu'elle peut faire, c'est aider l'économie à s'adapter pour que cette adaptation soit moins désagréable que ce qu'elle serait normalement. Nous avons fait baisser l'inflation, l'économie se porte mieux, et la politique monétaire est mieux en mesure de réagir à ce motif d'incertitude potentiel.

Q5. La BdC pense-t-elle que les tarifs potentiels auront pour effet d'augmenter ponctuellement les niveaux de prix? Dans quelle mesure vous inquiétez-vous de l'impact que les tarifs pourraient avoir sur les attentes inflationnistes?

R5. Si nous faisons bien notre travail, il s'agira d'un rajustement de prix ponctuel. Une forte hausse des tarifs fera augmenter l'inflation. Les décalages de la politique monétaire ne permettent pas d'y corriger ce problème. Ce qu'il faut éviter, c'est que les hausses initiales de prix se répercutent sur d'autres prix et fassent perdurer l'inflation. Il s'agit d'un facteur essentiel que nous prioriserons pour vous assurer que l'inflation revient sur la cible des 2 %.

Q6. Certains économistes pensent que l'inflation s'échauffe et que la BdC adopte aujourd'hui une approche plus modérée pour l'apaiser. De quoi a-t-il été question quand vous en avez parlé?

R6. <Tiff Macklem> Nous avons dit que nous penserions à d'autres baisses de taux et que nous adopterions une approche plus graduelle dans la politique monétaire. C'est ce qui s'est effectivement passé, puisque nous avons baissé les taux de 25 points de base plutôt que de 50. <Carolyn Rogers> Aujourd'hui, nous disons que nous faisons appel à des baromètres de base pour évaluer la progression de l'inflation sous-jacente. N'importe quel signal peut être plus utile que d'autres. Les baromètres de base sont légèrement supérieurs à l'inflation de synthèse. Il y a des particularités dans le tronquage et dans le mode de calcul, ce qui nous a amenés à ne pas trop insister sur ce point. La carte en couleurs du graphique 9 nous apprend tout ce qu'il faut savoir sur l'inflation à l'heure actuelle.

Q7. Pensez-vous que la politique budgétaire peut jouer un rôle plus important dans la réaction aux tarifs et quelles sont les mesures que les gouvernements provinciaux peuvent prendre?

R7. Nous leur laissons le soin de s'occuper de la politique budgétaire. La politique monétaire est un instrument très émoussé. La politique budgétaire peut être plus ciblée. Ce sont les décisions des gouvernements élus, et ces décisions relèvent d'eux.

Q8. Avez-vous déjà épuisé votre marge de manœuvre dans la réaction du dollar canadien aux tarifs?

R8. Nous avons parlé des raisons pour lesquelles nous constatons des variations dans le taux de change. Il est vrai que le fait d'abaisser le taux directeur est entré en ligne de compte. Or, notre analyse indique que l'écart par rapport au taux de change américain n'est pas le facteur le plus important. Le facteur le plus important, c'est l'incertitude liée à la menace des tarifs.

Quand on aura plus d'information sur ces tarifs, je m'attends à ce que les marchés financiers s'ajustent. Si le dollar canadien se déprécie encore plus, nous devrons mieux en tenir compte dans notre analyse. Nous n'exerçons aucun contrôle sur le taux de change. C'est un taux de change souple, qui nous permet de gérer le taux directeur d'après les besoins des Canadiens.

Q9. Quel est votre scénario de base sur les tarifs? La croissance baisse-t-elle et l'inflation augmente-t-elle en même temps?

R9. Nous avons adopté le scénario du pire. Chaque pays est frappé par des tarifs de 25 % et chacun d'eux riposte; le choc tarifaire est permanent. Ce que ce scénario démontre, c'est que les tarifs auront un effet plus sévère sur l'économie canadienne. Après l'application des tarifs, le taux de croissance de l'année 1 serait de 2,5 % à 3 % de moins que ce qu'il serait normalement. C'est ce qu'on appellera une récession. Deuxièmement, nous tenons à préciser que ces scénarios sont très sensibles à la réaction des Américains et des Canadiens à ces tarifs. Si vous êtes un Américain, les tarifs douaniers américains seront payés par les Américains. Comment réagiront-ils : en payant plus cher ou en faisant appel à d'autres importations ou à la production intérieure? De même, si le Canada riposte, les importateurs réduiront-ils les tarifs de leurs marges ou les répercuteront-ils rapidement sur leurs clients? Nous n'avons pas de bons exemples à donner pour estimer ce qui s'est produit dans les annales. Nous tâchons de démontrer que ces tarifs auraient un effet très sévère. L'importance des tarifs, la rapidité avec laquelle ils seront appliqués et les réactions créent une zone d'incertitude.

Q10. Qu'adviendrait-il des taux d'intérêt s'il y a des tarifs?

R10. Très franchement, je ne peux pas vous donner une réponse définitive, parce qu'il y a bien des facteurs que nous ne connaissons pas. Je peux dire que nous mettrons tout en œuvre pour être une source de stabilité. Il s'agit d'un choc complexe, puisque la croissance baisse et que l'inflation augmente. Nous devrons pondérer les facteurs plus importants et le délai au cours de cette période. Nous ferons de notre mieux pour rajuster les taux d'intérêt pour qu'ils soient une source de stabilité. Nous allons nous demander si la léthargie de l'économie et la pression baissière qui s'exerce sur l'inflation dominent, auquel cas nous pourrions mieux prioriser la croissance. Par contre, si l'inflation produit un plus grand choc que la croissance, nous devrons mieux prioriser l'inflation. La politique monétaire ne permet pas de compenser les incidences économiques des tarifs. L'activité économique peut être lissée en y apportant un rajustement pour que le choc soit moins brutal que ce qu'il serait normalement.

Q11. Comment peut-il interpréter votre décision de supprimer les pronostics sur les taux dans votre déclaration d'aujourd'hui?

R11. Il y a beaucoup d'incertitude, et il ne paraît pas utile de livrer un pronostic. Nous ne savons pas ce que les États-Unis vont faire, et même dans ce cas, nous savons effectivement que nous aurons plus de travail à accomplir. Notre tâche consiste à assurer la stabilité des prix. Autrement dit, il s'agit de maintenir la stabilité des prix et d'éviter que l'inflation soit supérieure à 2 % ou inférieure à ce chiffre.

Q12. Vous avez déjà dit que l'inflation serait transitoire pendant la pandémie. Seriez-vous d'accord pour dire que des hausses de prix ponctuelles peuvent devenir des pics dans les attentes inflationnistes?

R12. C'est exactement le scénario contre lequel nous voulons nous prémunir. Initialement, les tarifs pourraient donner lieu à une hausse ponctuelle des prix, mais pourraient entraîner des répercussions. C'est pourquoi il faudrait réagir si l'inflation décolle et que les forces qui portent l'inflation priment.

DATE DE PUBLICATION : Le 29 janvier 2025

The Bank of Canada today reduced its target for the overnight rate to 3%, with the Bank Rate at 3.25% and the deposit rate at 2.95%. ***The Bank is also announcing its plan to complete the normalization of its balance sheet, ending quantitative tightening. The Bank will restart asset purchases in early March, beginning gradually so that its balance sheet stabilizes and then grows modestly, in line with growth in the economy.***

Projections in the January Monetary Policy Report (MPR) published today are subject to more-than-usual uncertainty because of the rapidly evolving policy landscape, particularly the threat of trade tariffs by the new administration in the United States. Since the scope and duration of a possible trade conflict are impossible to predict, ***this MPR provides a baseline forecast in the absence of new tariffs.***

In the MPR projection, the global economy is expected to continue growing by about 3% over the next two years. Growth in the United States has been revised up, mainly due to stronger consumption. Growth in the euro area is likely to be subdued as the region copes with competitiveness pressures. In China, recent policy actions are boosting demand and supporting near-term growth, although structural challenges remain. Since October, financial conditions have diverged across countries. US bond yields have risen, supported by strong growth and more persistent inflation. In contrast, yields in Canada are down slightly. The Canadian dollar has depreciated materially against the US dollar, largely reflecting trade uncertainty and broader strength in the US currency. Oil prices have been volatile and in recent weeks have been about \$5 higher than was assumed in the October MPR.

In Canada, past cuts to interest rates have started to boost the economy. The recent strengthening in both consumption and housing activity is expected to continue. However, business investment remains weak. The outlook for exports is being supported by new export capacity for oil and gas.

Canada's labour market remains soft, with the unemployment rate at 6.7% in December. Job growth has strengthened in recent months, after lagging growth in the labour force for more than a year. Wage pressures, which have proven sticky, are showing some signs of easing.

The Bank forecasts GDP growth will strengthen in 2025. However, with slower population growth because of reduced immigration targets, both GDP and potential growth will be more moderate than was expected in October. Following growth of 1.3% in 2024, the Bank now projects GDP will grow by 1.8% in both 2025 and 2026, somewhat higher than potential growth. As a result, excess supply in the economy is gradually absorbed over the projection horizon.

CPI inflation remains close to 2%, with some volatility due to the temporary suspension of the GST/HST on some consumer products. Shelter price inflation is still elevated but it is easing gradually, as expected. A broad range of indicators, including surveys of inflation expectations and the distribution of price changes among components of the CPI, suggests that underlying inflation is close to 2%. The Bank forecasts CPI inflation will be around the 2% target over the next two years.

Setting aside threatened US tariffs, the upside and downside risks around the outlook are reasonably balanced. However, as discussed in the MPR, a protracted trade conflict would most likely lead to weaker GDP and higher prices in Canada.

With inflation around 2% and the economy in excess supply, Governing Council decided to reduce the policy rate a further 25 basis points to 3%. ***The cumulative reduction in the policy rate since last June is substantial. Lower interest rates are boosting household spending and, in the outlook published today, the economy is expected to strengthen gradually and inflation to stay close to target.*** However, if broad-based and significant tariffs were imposed, the resilience of Canada's economy would be tested. We will be following developments closely and assessing the implications for economic activity, inflation and monetary policy in Canada. The Bank is committed to maintaining price stability for Canadians.

DATE DE PUBLICATION : Le 11 décembre 2024

The Bank of Canada today reduced its target for the overnight rate to 3 1/4%, with the Bank Rate at 3 3/4% and the deposit rate at 3 1/4%. The Bank is continuing its policy of balance sheet normalization.

The global economy is evolving largely as expected in the Bank's October Monetary Policy Report (MPR). In the United States, the economy continues to show broad-based strength, with robust consumption and a solid labour market. US inflation has been holding steady, with some price pressures persisting. In the euro area, recent indicators point to weaker growth. In China, recent policy actions combined with strong exports are supporting growth, but household spending remains subdued. Global financial conditions have eased and the Canadian dollar has depreciated in the face of broad-based strength in the US dollar.

In Canada, the economy grew by 1% in the third quarter, somewhat below the Bank's October projection, and the fourth quarter also looks weaker than projected. Third-quarter GDP growth was pulled down by business investment, inventories and exports. In contrast, consumer spending and housing activity both picked up, ***suggesting lower interest rates are beginning to boost household spending. Historical revisions to the National Accounts have increased the level of GDP over the past three years, largely reflecting higher investment and consumption. The unemployment rate rose to 6.8% in November as employment continued to grow more slowly than the labour force. Wage growth showed some signs of easing, but remains elevated relative to productivity.***

A number of policy measures have been announced that will affect the outlook for near-term growth and inflation in Canada. ***Reductions in targeted immigration levels suggest GDP growth next year will be below the Bank's October forecast. The effects on inflation will likely be more muted, given that lower immigration dampens both demand and supply. Other federal and provincial policies—including a temporary suspension of the GST on some consumer products, one-time payments to individuals, and changes to mortgage rules—will affect the dynamics of demand and inflation. The Bank will look through effects that are temporary and focus on underlying trends to guide its policy decisions.***

In addition, the possibility the incoming US administration will impose new tariffs on Canadian exports to the United States has increased uncertainty and clouded the economic outlook.

CPI inflation has been about 2% since the summer, and is expected to average close to the 2% target over the next couple of years. Since October, the upward pressure on inflation from shelter and the downward pressure from goods prices have both moderated as expected. Looking ahead, the GST holiday will temporarily lower inflation but that will be unwound once the GST break ends. Measures of core inflation will help us assess the trend in CPI inflation.

With inflation around 2%, the economy in excess supply, and recent indicators tilted towards softer growth than projected, Governing Council decided to reduce the policy rate by a further 50 basis points to support growth and keep inflation close to the middle of the 1-3% target range. ***Governing Council has reduced the policy rate substantially since June. Going forward, we will be evaluating the need for further reductions in the policy rate one decision at a time.*** Our decisions will be guided by incoming information and our assessment of the implications for the inflation outlook. The Bank is committed to maintaining price stability for Canadians by keeping inflation close to the 2% target.

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de coches de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.