

## La BdC répond à nos attentes — pour l'instant

- Les prévisions sur les taux à terme n'ont pas bougé.
- La réaction du dollar CA et des taux a été conciliante...
- ... uniquement parce que certains pensaient que la BdC durcirait aujourd'hui le ton.
- La confiance que l'on portait aux vaccins a plongé.
- Les prévisions sur la surcapacité et l'inflation ont peu changé.
- La BdC a enfin reconnu les pressions salariales!
- Dans l'ensemble, c'est un rendez-vous en janvier avec de nouvelles prévisions.
- Une hausse des taux en avril reste le scénario probable le plus hâtif.

La Banque du Canada a essentiellement répondu à nos attentes dans sa déclaration d'aujourd'hui. Or, le segment de l'opinion du marché qui croyait que la BdC durcirait le ton en télégraphiant plus explicitement une hausse des taux en janvier a été pris de court.

En somme, le discours est devenu conciliant uniquement par rapport aux cours du marché qui s'étaient emballés et qui se révélaient plutôt inflexibles en raison du variant Omicron. C'est pourquoi les rendements des obligations du gouvernement du Canada à 2 ans ont perdu environ 8 points de base, ce qui a peut-être été exagéré par les basculements dans les positions parmi certains acteurs du marché. Dans l'ensemble, la courbe des obligations canadiennes surclasse le dégagement des taux américains. Le dollar CA a perdu environ un demi-cent.

Le plus important, c'est que la BdC a maintenu ses prévisions selon lesquelles elle ne procèdera à une hausse des taux qu'en avril prochain au plus tôt, et non avant. C'est ce qu'elle a exprimé en reprenant ses prévisions à terme, qui n'ont pas changé :

« Nous restons engagés à maintenir le taux directeur à sa valeur plancher jusqu'à ce que ces capacités excédentaires se résorbent, de sorte que la cible d'inflation de 2 % soit atteinte de manière durable. Selon la projection d'octobre de la Banque, cela se produirait au deuxième ou au troisième trimestre de 2022. »

L'indication d'une certaine distance par rapport aux projections d'octobre n'est pas terriblement importante, puisque la BdC avait tendance à ancrer ses points de vue dans les réunions distinctes du RPM en fonction de ses dernières prévisions. Pourtant, il faut se pencher sur d'autres statistiques dans la déclaration pour savoir dans quelle mesure elle s'en tient à ces prévisions ou si elle prend ses distances.

Dans l'ensemble, selon le ton général de la déclaration, on a l'impression qu'elle laisse ses options ouvertes pour la prochaine évaluation prévisionnelle de janvier.

Pour ce qui est des déclarations neutres ou conciliantes, voici ce qu'elle a déclaré :

- La mention selon laquelle « les vaccins s'avèrent très efficaces contre le virus » est maintenant disparue. Je doute que ce soit involontaire. Aujourd'hui, tous sont logés à la même enseigne quand il s'agit d'évaluer les résultats des travaux de recherche sur l'efficacité des vaccins en réaction au variant Omicron. Ce qui ne veut pas dire que la BdC n'aît tout à coup plus confiance dans les vaccins, et si elle était obligée de le faire, je

## RENSEIGNEMENTS

Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux

416.863.7707

Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

m'attendrais à ce que le sous-gouverneur Toni Gravelle déclare demain qu'il a toujours confiance dans les vaccins. Pourtant, cette omission traduit probablement plus d'incertitude vis-à-vis des vaccins actuels. Nous n'en savons encore pas suffisamment à ce propos. Toutefois, nous savons effectivement que dans le meilleur des cas, on peut faire preuve d'un optimisme prudent. Le variant Omicron s'abattra probablement sur les populations très inégalement, comme le fait valoir la note publiée dans l'avant-midi.

- En outre, on continue d'insister sur la mollesse chronique de l'économie, sans évoquer des réflexions nouvelles sur le PIB potentiel. C'est ce que nous constatons quand la Banque affirme qu'au T3 de 2021, le PIB accuse toujours une baisse de 1,5 % par rapport au T4 de 2019.
- C'est ce qu'elle affirme aussi dans ses prévisions sur l'écart de production et sur l'inflation, qui n'ont pas changé. La BdC s'attend toujours à ce que l'inflation « se modère aux environs de 2 % dans le deuxième semestre » de 2022. Elle n'a pas amplifié les inquiétudes inflationnistes; or, il faut se rappeler que sa fonction de réaction présumée sur les taux et sur les autres variables de la politique est enfouie dans ses prévisions, afin de produire ce résultat. Il faut aussi se rappeler que la BdC a gonflé jusqu'à maintenant ses prévisions inflationnistes et que traditionnellement, elle affirme toujours qu'elle atteindra sa cible inflationniste, ce qu'il faut donc prendre avec une montagne de sel. Toujours est-il que le retour sur la cible est toujours compatible avec les hausses de taux, puisque tous les autres facteurs sont à l'équilibre ou s'en approchent; il faudrait donc adopter un taux directeur plus neutre dans ce cas également.
- S'agissant des solides comptes rendus sur l'emploi, la Banque affirme désormais que l'emploi est « ramené... au niveau d'avant la pandémie ». C'est peut-être ergoté, mais non : l'emploi comptabilise en fait un gain de 186 000 postes de plus qu'en février 2020, ce qui représente une hausse de l'ordre de 1 %. Il n'y a pas de quoi rire à mon avis. Il est évident qu'il y a des points épineux sur le jugement que porte la BdC à propos des conditions du marché du travail compte tenu des conclusions de l'examen stratégique en instance et de leur communication par le gouverneur Tiff Macklem et par la ministre des Finances Chrystia Freeland. Nous sommes déjà, à mon avis, en situation de plein emploi et nous n'avons pas besoin de nous aventurer sur le mandat de la BdC à un stade cyclique aussi sensible dans le cycle sans frôler un nouveau type de risque.

Le discours s'est durci sur les points suivants :

- La déclaration reconnaît que « la croissance des salaires s'est accélérée elle aussi ». Enfin! Quelqu'un d'autre affirme ce que je dis depuis de nombreux mois maintenant! Cela dit, cette déclaration soulève d'autres questions. Une grande question est de savoir si la BdC fait état d'un regain de confiance dans la mesure des salaires de l'EPA tout en mettant en lumière la hausse des frais de main-d'œuvre unitaires et en se distançant de la lenteur et du décalage de la mesure « commune des salaires » qu'avait introduite l'ancien gouverneur Stephen Poloz. De plus, si la BdC confirme aujourd'hui les pressions salariales, est-ce à dire que la Banque s'inquiète désormais davantage du renforcement des effets des salaires et des prix?
- La Banque a répété qu'elle « surveille de près les attentes d'inflation et coûts de main-d'œuvre pour s'assurer que les forces faisant grimper les prix n'ont pas, en fin de compte, une influence durable sur l'inflation ». Il faut se rappeler ce que démontrent les enquêtes de la BdC auprès des consommateurs et des entreprises en ce qui a trait à la hausse des attentes inflationnistes, en plus de se rappeler les statistiques sur la flambée de l'inflation des salaires. La BdC affirme que si ces pressions continuent de s'amplifier, elle réagira en durcissant le ton. Il est plutôt improbable que le variant Omicron aide à résoudre la pénurie de main-d'œuvre (et par le fait même les pressions salariales) ou les blocages de la chaîne logistique (et, partant, l'inflation).

Dans l'ensemble, la BdC a effectivement résisté aujourd'hui à l'envie de cracher dans le lait de poule des fêtes de qui que ce soit. Elle est restée fidèle à ses prévisions, selon lesquelles elle commencera à hausser les taux dès avril prochain. Elle peut aujourd'hui se relaxer et évaluer les nouvelles statistiques probantes sur plusieurs fronts, en plus de refaire le point à sa réunion du 26 janvier 2022, ce qui lui donnera l'occasion de réviser ses prévisions. Nous devrions alors avoir beaucoup plus d'informations sur le variant Omicron et ses effets, de même que sur la politique budgétaire canadienne et sur le suivi général des nouvelles données et de la conjoncture.

Demain, à 14 h, heure de l'Est, le sous-gouverneur Toni Gravelle déposera *Le point sur la situation économique*, qui sera suivi d'une conférence de presse aux environs de 15 h 15, heure de l'Est. Il pourrait se contenter de répéter les prévisions d'aujourd'hui et de mettre à jour le suivi de la performance de l'économie et de l'inflation. Pourtant, M. Gravelle dirige la division des Marchés financiers de la BdC, et la dernière qu'il a pris la parole en mars 2021, il a été question de la dynamique du bilan. Des questions restent sans réponse à propos de la gestion du bilan à terme; toutefois, on ne sait pas vraiment si la BdC est prête à étendre ses prévisions à cette étape ou si elle attendra quelques jours avant la première hausse des taux.

Nous invitons le lecteur à consulter ci-joint la comparaison des déclarations.

**DATE DE PUBLICATION : Le 8 décembre 2021**

The Bank of Canada today held its target for the overnight rate at the effective lower bound of  $\frac{1}{4}$  percent, with the Bank Rate at  $\frac{1}{2}$  percent and the deposit rate at  $\frac{1}{4}$  percent. The Bank's extraordinary forward guidance on the path for the overnight rate is being maintained. ***The Bank is continuing its reinvestment phase, keeping its overall holdings of Government of Canada bonds roughly constant.***

The global economy continues to recover from the effects of the COVID-19 pandemic. Economic growth in the United States has accelerated, led by consumption, while growth in some other regions is moderating after a strong third quarter. Inflation has increased further in many countries, reflecting strong demand for goods amid ongoing supply disruptions. ***The new Omicron COVID-19 variant has prompted a tightening of travel restrictions in many countries and a decline in oil prices, and has injected renewed uncertainty.*** Accommodative financial conditions are still supporting economic activity.

Canada's economy grew by about 5 $\frac{1}{2}$  percent in the third quarter, as expected. Together with a downward revision to the second quarter, this brings the level of GDP to about 1 $\frac{1}{2}$  percent below its level in the last quarter of 2019, before the pandemic began. Third-quarter growth was led by a rebound in consumption, particularly services, as restrictions were further eased and higher vaccination rates improved confidence. Persistent supply bottlenecks continued to inhibit growth in other components of GDP, including non-commodity exports and business investment.

Recent economic indicators suggest the economy had considerable momentum into the fourth quarter. This includes broad-based job gains in recent months that have brought the employment rate essentially back to its pre-pandemic level. Job vacancies remain elevated and wage growth has also picked up. Housing activity had been moderating, but appears to be regaining strength, notably in resales. The devastating floods in British Columbia and uncertainties arising from the Omicron variant could weigh on growth by compounding supply chain disruptions and reducing demand for some services.

CPI inflation is elevated and the impact of global supply constraints is feeding through to a broader range of goods prices. The effects of these constraints on prices will likely take some time to work their way through, given existing supply backlogs. Gasoline prices, which had been a major factor pushing up CPI inflation, have recently declined. Meanwhile, core measures of inflation are little changed since September. The Bank continues to expect CPI inflation to remain elevated in the first half of 2022 and ease back towards 2 percent in the second half of the year. The Bank is closely watching inflation expectations and labour costs to ensure that the forces pushing up prices do not become embedded in ongoing inflation.

The Governing Council judges that in view of ongoing excess capacity, the economy continues to require considerable monetary policy support. We remain committed to holding the policy interest rate at the effective lower bound until economic slack is absorbed so that the 2 percent inflation target is sustainably achieved. In the Bank's October projection, this happens sometime in the middle quarters of 2022. We will provide the appropriate degree of monetary policy stimulus to support the recovery and achieve the inflation target.

**DATE DE PUBLICATION : Le 27 octobre 2021**

The Bank of Canada today held its target for the overnight rate at the effective lower bound of  $\frac{1}{4}$  percent, with the Bank Rate at  $\frac{1}{2}$  percent and the deposit rate at  $\frac{1}{4}$  percent. The Bank's extraordinary forward guidance on the path for the overnight rate is being maintained. ***The Bank is ending quantitative easing (QE) and moving into the reinvestment phase, during which it will purchase Government of Canada bonds solely to replace maturing bonds.***

The global economic recovery from the COVID-19 pandemic is progressing. ***Vaccines are proving highly effective against the virus,*** although their availability and distribution globally remain uneven and COVID variants pose risks to health and economic activity. In the face of strong global demand for goods, pandemic-related disruptions to production and transportation are constraining growth. Inflation rates have increased in many countries, boosted by these supply bottlenecks and by higher energy prices. While bond yields have risen in recent weeks, financial conditions remain accommodative and continue to support economic activity.

The Bank projects global GDP will grow by 6 $\frac{1}{2}$  percent in 2021 – a strong pace but less than projected in the July *Monetary Policy Report* (MPR) – and by 4 $\frac{1}{4}$  percent in 2022 and about 3 $\frac{1}{2}$  percent in 2023.

In Canada, ***robust economic growth has resumed, following a pause in the second quarter.*** Strong employment gains in recent months were concentrated in hard-to-distance sectors and among workers most affected by lockdowns. This has significantly reduced the very uneven impact of the pandemic on workers. As the economy reopens, it is taking time for workers to find the right jobs and for employers to hire people with the right skills. This is contributing to labour shortages in certain sectors, even as slack remains in the overall labour market.

The Bank now forecasts Canada's economy will grow by 5 percent this year before moderating to 4 $\frac{1}{4}$  percent in 2022 and 3 $\frac{3}{4}$  percent in 2023. Demand is expected to be supported by strong consumption and business investment, and a rebound in exports as the US economy continues to recover. Housing activity has moderated, but is expected to remain elevated. On the supply side, shortages of manufacturing inputs, transportation bottlenecks, and difficulties in matching jobs to workers are limiting the economy's productive capacity. Although the impact and persistence of these supply factors are hard to quantify, the output gap is likely to be narrower than the Bank had forecast in July.

The recent increase in CPI inflation was anticipated in July, but ***the main forces pushing up prices – higher energy prices and pandemic-related supply bottlenecks – now appear to be stronger and more persistent than expected.*** Core measures of inflation have also risen, but by less than the CPI. The Bank now expects CPI inflation to be elevated into next year, and ease back to around the 2 percent target by late 2022. The Bank is closely watching inflation expectations and labour costs to ensure that the temporary forces pushing up prices do not become embedded in ongoing inflation.

The Governing Council judges that in view of ongoing excess capacity, the economy continues to require ***considerable*** monetary policy support. We remain committed to holding the policy interest rate at the effective lower bound until economic slack is absorbed so that the 2 percent inflation target is sustainably achieved. In the Bank's projection, ***this happens sometime in the middle quarters of 2022.*** In light of the progress made in the economic recovery, the Governing Council has decided to end quantitative easing and keep its overall holdings of Government of Canada bonds roughly constant.

We will continue to provide the appropriate degree of monetary policy stimulus to support the recovery and achieve the inflation 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 cochefs 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.