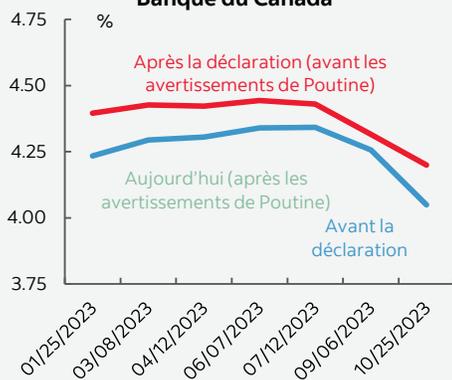


Contributeurs

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

Le taux directeur implicite des OIS de la Banque du Canada



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

La Banque du Canada durcit le ton et prend de court les marchés

- La BdC a haussé ses taux de 50 points de base, ce qui est plus qu'anticipé et ce qui correspond à notre préconviction.
- Les prévisions à terme établissent l'équilibre voulu dans les prochaines étapes...
- ... en laissant la porte un peu moins entrouverte à une autre hausse des taux.
- La prochaine hausse est largement tributaire des données et des risques conjoncturels des sept prochaines semaines.
- Voici ce qui a changé dans la déclaration et ce à quoi il faut s'attendre dans les communiqués.

La BdC a haussé ses taux de 50 points de base et a laissé la porte un peu moins entrouverte à l'idée de continuer de hausser son taux directeur. Dans l'ensemble, le ton s'est durci plus que ce à quoi s'attendaient les marchés, ce qui cadre avec les attentes de la Banque Scotia, qui avait prévu 50 points de base et qui s'attendait à des prévisions à terme, même si nous avions averti que notre conviction était assez provisoire pour les différents scénarios à envisager.

Les marchés ont réagi en haussant de 10 points de base le rendement des obligations du gouvernement du Canada à 2 ans, en augmentant de 8 points de base le rendement à 5 ans et en faisant progresser d'environ 9 points de base l'anticipation du taux terminal, en plus d'intégrer en partie une autre hausse de 25 points de base en janvier et dans les mois suivants, avant de commencer à intégrer la probabilité d'une baisse des taux d'ici la fin de l'an prochain. Le dollar canadien s'est d'abord apprécié d'un demi-cent, mais s'est depuis dévalorisé, même après la déclaration, notamment parce qu'on s'est précipité sur la valeur refuge du dollar US après les avertissements répétés de Vladimir Poutine, qui a brandi la menace du nucléaire dans les médias peu de temps après la publication de la déclaration de la BdC. Le graphique 1 fait état de l'évolution des cours des marchés après chaque réunion pour la prédéclaration et la postdéclaration des hausses suivantes, mais exclut les variations précédant et suivant les déclarations de Poutine.

Ce qui s'est dit

Le dernier paragraphe est important dans la comparaison des déclarations ci-jointe. La BdC « se demande » désormais si elle continuera de hausser les taux par rapport à ce qu'elle avait décidé de faire.

Il ne s'agit pas en fait d'un changement aussi important que ce que certains voudraient croire. Voici ce que la BdC a affirmé en octobre :

« Le Conseil de direction s'attend à ce que le taux directeur doive encore augmenter. Les futures hausses de taux seront influencées par nos évaluations : de l'efficacité du resserrement de la politique monétaire pour ralentir la demande, de la résolution des problèmes d'approvisionnement, et de la réaction de l'inflation et des attentes d'inflation aux hausses de taux. »

Et voici ce qu'elle affirme aujourd'hui :

« À l'avenir, le Conseil de direction évaluera s'il est nécessaire de relever encore le taux directeur pour ramener l'offre et la demande en équilibre et l'inflation à la cible. Il continue d'analyser l'efficacité du resserrement de la politique monétaire pour ralentir la demande, la résolution des problèmes d'approvisionnement et la réaction de l'inflation et des attentes d'inflation. »

On pourrait donc faire valoir qu'elle a fait le premier pas pour paraître plus prudente dans ses prévisions à terme à la réunion d'octobre et qu'elle mise aujourd'hui sur cette prudence. Au lieu de s'attendre à ce que « le taux directeur doive encore augmenter » de concert avec le libellé conditionnel sur les futures hausses de taux après la hausse d'aujourd'hui, la BdC « se demande » désormais si elle doit rehausser les taux après les avoir augmentés aujourd'hui de 50 points de base, ce qui paraît un peu moins décisif.

Il ne s'agit pas, à mon avis, d'un basculement à tout casser. Ce libellé ferme la porte à de nouvelles hausses un peu plus élevées que ce qu'elle avait laissé entendre dans sa déclaration d'octobre; toujours est-il qu'elle entrevoit cette possibilité.

Voici les autres changements notables dans la déclaration, ainsi qu'une évaluation de chaque changement du point de vue du durcissement ou de la conciliation du discours :

Le 7 décembre 2022

- La BdC reconnaît que la croissance mondiale « se montre plus résiliente qu'anticipé » dans le RPM d'octobre. Isolément, le ton se durcit.
- Elle télégraphie un malaise vis-à-vis des risques dans les chaînes logistiques, en notant que « les événements géopolitiques pourraient venir entraver » les autres progrès. Je suis persuadé que Vladimir Poutine a lu cette déclaration quand il a lancé ses avertissements sur le nucléaire 10 minutes après la publication du communiqué. Le ton s'est aussi un peu durci du point de vue de l'interruption potentielle des progrès désinflationnistes.
- La BdC a signalé qu'au T3, la croissance de l'économie canadienne avait été plus solide que ce qu'elle avait prévu. D'à peu près le double, pour être exact. Elle a aussi reconnu, en durcissant le ton, que l'économie s'était avancée encore plus en territoire de demande excédentaire. Or, il s'agissait simplement de constater un fait déjà connu.
- En faisant le bilan des facteurs de croissance, elle a réaffirmé que selon les perspectives de la Banque, « ... la croissance va essentiellement stagner jusqu'à la fin de l'année et durant la première moitié de 2023 ». Elle signale ainsi, sans l'affirmer, qu'il y aura récession. Elle se fait conciliante, sans toutefois aller incrémentiellement.
- Elle s'est essentiellement montrée conciliante en affirmant que « [les] taux de variation sur trois mois de l'inflation fondamentale ont baissé, signe précoce que les pressions sur les prix pourraient être en train de s'alléger ». C'est un peu plus fort que le commentaire de la déclaration précédente à propos des taux de variation sur trois mois. Dans cette mise en garde, elle affirme qu'il s'agit simplement d'une évolution transitoire dans le contexte des facteurs cycliques et structurels sous-jacents, qui sont toujours aussi solides.
- Toujours est-il qu'elle s'est reprise en partie en notant que « ... l'inflation est encore trop forte et les attentes d'inflation à court terme demeurent élevées », en répétant qu'elle s'inquiète des attentes voulant que l'inflation reste plus longtemps au-dessus de la cible.

PRÉSERVER L'OPTIONNALITÉ

Dans l'ensemble, je crois qu'elle a fait ce qu'il fallait compte tenu de ce que nous savons aujourd'hui. Fermer brusquement la porte en déclarant que le cycle des hausses de taux était absolument terminé aurait été trop brutal à mon avis, et à l'heure où le taux directeur avance encore plus en territoire restrictif, elle devrait mener une transition avec des décisions mieux adaptées à l'information nouvelle. J'avais une forte conviction sur les positions de la BdC quand j'ai rédigé des notes à la fin de 2020 et au début de 2021 en affirmant qu'elle hausserait les taux au début de 2022 alors qu'elle sous-estimait le risque d'inflation. Or, j'en suis beaucoup moins convaincu à l'heure où le taux directeur avance encore plus en territoire restrictif.

À cet égard, les prévisions à terme paraissent plus conditionnelles, ce qui augmente l'optionnalité en prévision de la réunion du 25 janvier, ce qui pourrait paraître, dans le monde d'aujourd'hui, comme une date très lointaine. Nous pourrions alors consulter deux autres chiffres sur l'IPC pour savoir si elle a feinté récemment ou si elle mise sur une évolution plus durable, sans oublier l'autre rapport sur l'emploi et les nouvelles précisions sur la hausse des taux que la Fed est prête à pratiquer.

DURCISSEMENT OU CONCILIATION?

Peut-on dire que la Banque durcit ou adoucit le ton ou qu'elle fait un compromis entre les deux? Hausser les taux plus que ce que les marchés avaient anticipé et laisser la porte ouverte sans dire plus clairement que « c'est fini! » est, assez clairement, plus brusque que ce à quoi les marchés s'attendaient. La réaction des marchés est probablement sensible à ce point. Nous avons aujourd'hui un travail à faire en suivant l'évolution de la conjoncture sur le chemin assez long à parcourir avant la prochaine réunion complète sur les prévisions.

SANS RÉPONSE

Il n'est nulle part question de la croissance des salaires et des pressions exercées par les salaires et les prix. Au Canada, les salaires connaissent une forte croissance, et la productivité a trébuché pendant la pandémie. Le gouverneur Tiff Macklem a prononcé une allocution dans laquelle il déclare hardiment que la croissance des salaires a maintenant atteint un pic, ce qui est très discutabile; il a aussi omis de même parler de la productivité moribonde des travailleurs. La raison pour laquelle ces faits sont omis dans la déclaration est-elle le signe qu'il hésite après le dernier rapport sur l'emploi? Pourquoi ne pas codifier cette attente dans la déclaration s'il y croit toujours aussi fermement?

Aussi, que pense aujourd'hui le gouverneur du dollar CA? Il a piqué l'intérêt dans ses commentaires de l'automne en laissant entendre que la dépréciation du dollar canadien créait un nouveau malaise. Il s'est ensuite fait discret sur la question lorsque le dollar CA s'est valorisé de la mi-octobre au début de novembre. Puisque le dollar a repris son fléchissement tendanciel malgré la modeste hausse d'aujourd'hui, est-il plus ou moins inquiet du dollar CA et du décalage des effets de répercussion sur les prix l'an prochain? Normalement, la BdC se pencherait sur la question. Or, il n'y a pas d'inflation normale ni d'attente normale, et par conséquent, il pourrait être utile de savoir ce que pense le gouverneur d'un autre catalyseur de hausse potentiellement modeste de l'inflation.

LA SUITE

La sous-gouverneure Sharon Kozicki fera ses commentaires habituels après le discours de la BdC demain. L'embargo sera levé à 12 h 30 HE, et la BdC tiendra une conférence de presse à 14 h HE.

Le gouverneur Tiff Macklem prendra ensuite la parole lundi la semaine prochaine pour présenter son habituel discours d'avant les Fêtes et animer la conférence de presse. (Veuillez cliquer sur [ce lien](#).) L'an dernier, ce discours a marqué un revirement : le ton s'est brusquement durci (avant de se fourvoyer en janvier, mais peu importe). Je crois qu'il adoptera dans son discours un ton comparable à cette déclaration. Il pourrait toutefois nous permettre de mieux comprendre la probabilité qu'on se rapproche de la fin du cycle des hausses de taux.

DATE DE PUBLICATION : Le 7 décembre 2022

The Bank of Canada today increased its target for the overnight rate to 4¼%, with the Bank Rate at 4½% and the deposit rate at 4¼%. The Bank is also continuing its policy of quantitative tightening.

Inflation around the world remains high and broadly based. **Global economic growth is slowing, although it is proving more resilient than was expected at the time of the October Monetary Policy Report (MPR).** In the United States, the economy is weakening but consumption continues to be solid and the labour market remains overheated. The gradual easing of global supply bottlenecks continues, although further progress could be disrupted by geopolitical events.

In Canada, GDP growth in the third quarter was stronger than expected, and the economy continued to operate in excess demand. Canada's labour market remains tight, with unemployment near historic lows. While commodity exports have been strong, **there is growing evidence that tighter monetary policy is restraining domestic demand:** consumption moderated in the third quarter, and housing market activity continues to decline. **Overall, the data since the October MPR support the Bank's outlook that growth will essentially stall** through the end of this year and the first half of next year.

CPI inflation remained at 6.9% in October, with many of the goods and services Canadians regularly buy showing large price increases. Measures of core inflation remain around 5%. **Three-month rates of change in core inflation have come down, an early indicator that price pressures may be losing momentum. However, inflation is still too high and short-term inflation expectations remain elevated. The longer that consumers and businesses expect inflation to be above the target, the greater the risk that elevated inflation becomes entrenched.**

Looking ahead, **Governing Council will be considering whether the policy interest rate needs to rise further** to bring supply and demand back into balance and return inflation to target. Governing Council continues to assess how tighter monetary policy is working to slow demand, how supply challenges are resolving, and how inflation and inflation expectations are responding. Quantitative tightening is complementing increases in the policy rate. We are resolute in our commitment to achieving the 2% inflation target and restoring price stability for Canadians.

DATE DE PUBLICATION : Le 26 octobre 2022

The Bank of Canada today increased its target for the overnight rate to 3¾%, with the Bank Rate at 4% and the deposit rate at 3¾%. The Bank is also continuing its policy of quantitative tightening.

Inflation around the world remains high and broadly based. This reflects the strength of the global recovery from the pandemic, a series of global supply disruptions, and elevated commodity prices, particularly for energy, which have been pushed up by Russia's attack on Ukraine. The strength of the US dollar is adding to inflationary pressures in many countries. Tighter monetary policies aimed at controlling inflation are weighing on economic activity around the world. As economies slow and supply disruptions ease, global inflation is expected to come down.

In the United States, labour markets remain very tight even as restrictive financial conditions are slowing economic activity. The Bank projects no growth in the US economy through most of next year. In the euro area, the economy is forecast to contract in the quarters ahead, largely due to acute energy shortages. China's economy appears to have picked up after the recent round of pandemic lockdowns, although ongoing challenges related to its property market will continue to weigh on growth. Overall, the Bank projects that global growth will slow from 3% in 2022 to about 1½% in 2023, and then pick back up to roughly 2½% in 2024. This is a slower pace of growth than was projected in the Bank's July Monetary Policy Report (MPR).

In Canada, the economy continues to operate in excess demand and labour markets remain tight. The demand for goods and services is still running ahead of the economy's ability to supply them, putting upward pressure on domestic inflation. Businesses continue to report widespread labour shortages and, with the full reopening of the economy, strong demand has led to a sharp rise in the price of services.

The effects of recent policy rate increases by the Bank are becoming evident in interest-sensitive areas of the economy: housing activity has retreated sharply, and spending by households and businesses is softening. Also, the slowdown in international demand is beginning to weigh on exports. Economic growth is expected to stall through the end of this year and the first half of next year as the effects of higher interest rates spread through the economy. The Bank projects GDP growth will slow from 3¼% this year to just under 1% next year and 2% in 2024.

In the last three months, CPI inflation has declined from 8.1% to 6.9%, primarily due to a fall in gasoline prices. However, price pressures remain broadly based, with two-thirds of CPI components increasing more than 5% over the past year. The Bank's preferred measures of core inflation are not yet showing meaningful evidence that underlying price pressures are easing. Near-term inflation expectations remain high, increasing the risk that elevated inflation becomes entrenched.

The Bank expects CPI inflation to ease as higher interest rates help rebalance demand and supply, price pressures from global supply disruptions fade, and the past effects of higher commodity prices dissipate. CPI inflation is projected to move down to about 3% by the end of 2023, and then return to the 2% target by the end of 2024.

Given elevated inflation and inflation expectations, as well as ongoing demand pressures in the economy, the **Governing Council expects that the policy interest rate will need to rise further. Future rate increases will be influenced by our assessments of how tighter monetary policy is working to slow demand, how supply challenges are resolving, and how inflation and inflation expectations are responding.** Quantitative tightening is complementing increases in the policy rate. We are resolute in our commitment to restore price stability for Canadians and will continue to take action as required to achieve the 2% 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.