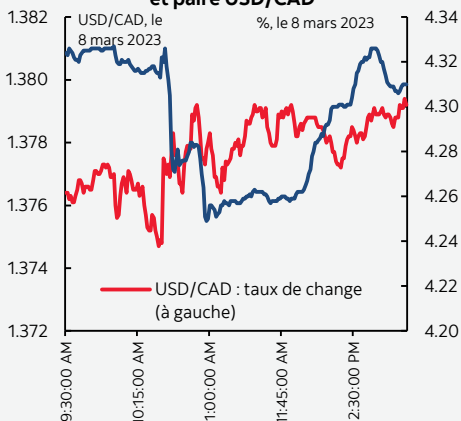


Contributeurs

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
Rendements à 2 ans au Canada
et paire USD/CAD



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Bloomberg.

Le problème maison du \$ CA de la BdC

- Le taux directeur a été mis en veilleuse comme prévu.
- La BdC continue de prévenir que les taux pourraient augmenter au besoin.
- Or, le reste de sa déclaration indique qu'elle n'y croit pas vraiment.
- La conjoncture financière s'est donc apaisée.
- Le dollar CA demeure un point faible.
- L'évolution de la conjoncture remettra en cause la décision prise aujourd'hui par la BdC.

Taux à un jour de la BdC, en % :

Données réelles : 4,5
Scotia : 4,5
Consensus : 4,5
Auparavant : 4,5

La Banque du Canada n'a pas changé son taux directeur, à 4,5 %, comme tous, y compris les Études économiques de la Banque Scotia, s'y attendaient.

Ce parti pris pourrait constituer, dans l'ensemble, une question différente. À l'heure où la Fed envisage un potentiel de durcissement, selon les données, la Banque du Canada a fait un pas dans l'autre sens dans sa déclaration de cet avant-midi.

Par conséquent, la conjoncture financière s'est légèrement apaisée, grâce à la remontée des taux canadiens à court terme, alors que le rendement des obligations du gouvernement du Canada à 2 ans a évolué à la baisse, et que le rendement des bons du Trésor américain à 2 ans a augmenté dans la journée. Le dollar CA s'est déprécié alors que dans la foulée, la paire USD/CAD s'est rapprochée de 1,39. Ce chiffre correspondrait au niveau qui a déclenché, en octobre dernier, la mise en garde de Tiff Macklem, qui prévenait que les taux devaient compenser. Veuillez consulter les mouvements intraséance dans le graphique 1.

La dépréciation du dollar CA aurait été encore plus forte si le président Jerome Powell n'avait pas tenu en laisse la remontée d'hier et le dégagement des taux américains à plus court terme en précisant, dans son témoignage devant la Chambre cet avant-midi, qu'« aucune décision n'a été prise », puisque la Fed surveille les prochains rapports comme la masse salariale et l'IPC. Cette précision était claire dans les conditions qu'il a exprimées pour les pronostics à terme d'hier; or, je crois que les marchés devaient l'entendre plus clairement. Si ces rapports américains sont largement au rendez-vous des attentes, le dollar CA pourrait être encore plus vulnérable lorsque les chiffres sortiront en partie sur les mises de la Fed et en partie sur l'interprétation de la déclaration faite aujourd'hui par la BdC.

Dans l'ensemble, je crois que la BdC est vulnérable à terme et qu'elle positionne à la hausse le risque de hausse du taux directeur. Pour en expliquer les raisons, il faut se livrer à l'analyse des principaux changements apportés à la déclaration, en commençant par les signaux de durcissement des taux, puis par la façon dont elle recule sur ces signaux.

PRÊTE À D'AUTRES HAUSSES, MAIS PAS VRAIMENT

La BdC a répété sa ligne de conduite selon laquelle elle « se tient prêt[e] à relever encore le taux directeur si cela est nécessaire pour ramener l'inflation à la cible de 2 % ». Le problème, c'est que dans le reste de la déclaration, elle indique qu'elle n'y croit pas vraiment, mais qu'elle pense peut-être qu'elle devait s'avancer sur un autre apaisement prématuré de la conjoncture financière. Le reste de la déclaration vient édulcorer cet engagement.

ELLE SE REND BIEN COMPTE DES FORCES EXTERNES

Dans sa déclaration, elle a effectivement affirmé qu'à son avis, les perspectives de croissance et d'inflation aux États-Unis et en Europe « sont relativement plus élevées qu'attendu » dans le RPM de janvier. Elle enchaîne en déclarant que « ... les marchés du travail sont appelés à rester étendus, et l'inflation fondamentale reste exacerbée ». Les autres allusions externes ne sont pas modifiées, et la Banque continue de faire état du risque de hausse pour les cours des produits de base en raison du rebond de la Chine et de la guerre en Ukraine.

VOIR PLUS LOIN QUE LE PIB DU T4

La Bdc a effectivement reconnu, ce qui est de bon augure, que le PIB du T4 n'avait pas été aussi léthargique sous le capot que ce qu'indiquaient les données de synthèse, ce qui est encourageant, puisque si elle ne l'avait pas fait, elle aurait télégraphié une inquiétude plus vive et une plus grande conciliation. Voici ce qu'elle a déclaré :

« Au Canada, la croissance économique a été nulle au quatrième trimestre de 2022, soit inférieure à la projection de la Banque. Avec la consommation, les dépenses publiques et les exportations nettes toutes en hausse, le produit intérieur brut plus faible qu'anticipé s'explique en grande partie par un ralentissement substantiel des investissements en stocks. »

Cette déclaration cadre avec mon analyse des chiffres. Elle aurait toutefois pu faire un pas de plus et noter la liste des distorsions temporaires du PIB de décembre, ce qui est devenu une mauvaise nouvelle puisqu'il n'y avait pas encore eu de déversement de pétrole qui a fermé les robinets pétroliers du Canada, deux déraillements de train et les sautes d'humeur météorologiques plus brusques que d'habitude, le mois se serait soldé par de très bonnes nouvelles; or, elle a décidé de ne pas le faire ou a négligé de le faire.

LA VIGUEUR DES MARCHÉS DU TRAVAIL INTÉRIEURS

Dans sa déclaration, la Bdc fait observer que les marchés du travail restent « très tendu[s] » et que la croissance de l'emploi s'est déroulée « avec une force surprenante ». Elle rappelle la croissance des salaires à 4 %-5 % en chiffres sur un an et précise que « la productivité a baissé ces derniers trimestres ». On peut aussi dire qu'elle a relativement durci le ton.

LA DEMANDE EXCÉDENTAIRE : DÉJÀ DE L'HISTOIRE ANCIENNE?

Pour ce qui est du recul conciliatoire, il faut d'abord dire qu'elle a subitement cru qu'après un rapport sur le PIB, l'économie canadienne avait balayé la demande excédentaire. C'est ce que nous pouvons constater par omission, puisqu'elle a biffé, dans la déclaration précédente, deux mentions selon lesquelles l'économie reste en territoire de demande excédentaire. S'il s'agit d'un oubli, on peut dire que c'est un oubli de taille, et je n'y crois pas. Nous verrons bien si elle se méprend sur le PIB potentiel et si elle mettra à jour les estimations du taux neutre.

MÊME PAS UN MOT SUR UN REBOND PROBABLE AU T1

Deuxièmement, il se peut que la Bdc attende le RPM d'avril avant de livrer son pronostic sur le PIB du T1. Or, ce qui m'inquiète, c'est le commentaire selon lequel elle s'attend à « la faible croissance... dans les prochains trimestres ». En définitive, c'est possible; or, si elle inclut le T1 dans « les prochains trimestres », il se pourrait que ce ne soit pas approprié.

Je crois en effet que le PIB du T1 pourrait rebondir beaucoup plus rapidement que la prévision de croissance de 0,5 % sur un trimestre en données désaisonnalisées et annualisées par rapport au RPM de janvier, après avoir déçu au T4 : à l'époque, il avait été en berne, alors qu'on avait prévu qu'il s'inscrive à 1,3 %. Il se peut qu'elle doive oublier une partie de la déception du T4 en misant sur un PIB plus solide au T1. Les chiffres de cet avant-midi sur la balance commerciale permettent de pister une solide augmentation nette du point de vue du PIB du T1. L'inversion des effets temporaires sur le PIB de décembre pourrait étayer ce rebond. Le poids des stocks sur la croissance du PIB, qui n'a pas été aussi lourd depuis plus de 40 ans, pourrait aussi stabiliser la croissance ou l'augmenter en chiffres nets au T1.

Malheureusement, elle n'a même pas parlé de l'évolution du T1. Je crois qu'elle est sans doute vulnérable à une surprise à la hausse, ce qui pourrait aussi vouloir dire qu'il est très improbable que l'économie ne soit plus en situation de demande excédentaire, et qu'un rebond du PIB au T1 ferait en sorte qu'il serait encore plus curieux de biffer ces mentions.

LE POUVOIR DE TARIFICATION EST-IL APPELÉ À BAISSER?

Troisièmement, elle indique qu'elle s'attend à ce que le pouvoir de tarification diminue. C'est ce que permet de constater la remarque suivante :

« Compte tenu de la faible croissance attendue dans les prochains trimestres, les pressions sur les marchés de produits et du travail devraient s'alléger. Cela devrait modérer la croissance des salaires et aussi accroître les pressions concurrentielles, rendant plus difficile pour les entreprises de répercuter leurs hausses de coûts sur les prix à la consommation. »

Si le PIB rebondit au T1, que le marché de l'emploi est toujours aussi vigoureux et que la productivité est toujours aussi exécrable, il se peut qu'il soit prématuré de plaider pour l'évolution soutenue des pressions inflationnistes fondamentales, qui se rapprochent de la cible de synthèse de 2 %.

RIEN N'INDIQUE QU'ELLE SE SOUCIE DU DOLLAR CA

Ce qui vient conforter encore cet argument, c'est qu'apparemment, le dollar CA n'est pas encore assez inquiétant pour la Bdc. Nous verrons bien ce qu'en dira demain la première sous-gouverneure Carolyn Rogers, si jamais elle ose se prononcer. Sur la question, elle s'est contentée de biffer la mention selon laquelle le dollar CA « a été relativement stable par rapport au dollar US » et de remplacer cette mention par « ... le dollar américain s'est raffermi ».

Si la Fed s'apprête à hausser les taux à 6 % et que la Bdc se fait plus conciliante à la limite, il faut s'attendre à ce que le dollar CA atteigne 1,40. Cette évolution remettra en cause l'affirmation de la Bdc selon laquelle il sera plus difficile de répercuter les pressions qui s'exercent sur les coûts. Je crois qu'elle a fait un faux pas dans ce cas et qu'elle est une cible facile pour les courtiers en devises.

ELLE SOUSCRIT TOUJOURS AU CANULAR DES EFFETS DE BASE

La BdC affirme qu'il faut s'attendre à un taux d'inflation de 3 % d'ici le milieu de l'année. Elle n'a pas tiré de leçon de trop miser sur les distorsions des effets de base. C'est ce qui l'a trompée en 2021 quand elle a écarté les risques d'inflation en l'attribuant à la léthargie de l'année précédente, sans plus. Et voilà qu'aujourd'hui, elle insiste pour dire que les effets de base d'il y a un an tireront l'inflation à la baisse.

« Ces deux chiffres devront encore diminuer, tout comme les attentes d'inflation à court terme, pour que l'inflation retourne à la cible de 2 %. »

CONCLUSION

Selon toute vraisemblance, la BdC continue probablement de croire que les grands risques pèsent sur l'inflation des services, sur la productivité et sur la croissance des salaires, comme l'a précisé le gouverneur Tiff Macklem dans son récent discours à Québec. Les indications qui le confirment dans les déclarations ne sont pas vraiment nombreuses; or, ce sont des tournures assez curieuses pour m'amener à croire que ce feuilleton n'est pas encore terminé. Il semble que les marchés continuent de s'entendre pour continuer d'intégrer d'ici l'été une hausse de taux complète d'un quart de point. Si la BdC recommence à hausser les taux, elle ne se contentera pas d'un quart de point à mon avis. Or, elle reste prudente en hésitant entre les options binaires qui consistent à ne pas augmenter les taux et de nouvelles hausses de 50 à 75 points de base.

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

DATE DE PUBLICATION : Le 8 mars 2023

The Bank of Canada today held its target for the overnight rate at 4½%, with the Bank Rate at 4¾% and the deposit rate at 4½%. The Bank is also continuing its policy of quantitative tightening.

Global economic developments have evolved broadly in line with the outlook in the January Monetary Policy Report (MPR). Global growth continues to slow, and inflation, while still too high, is coming down due primarily to lower energy prices. **In the United States and Europe, near-term outlooks for growth and inflation are both somewhat higher than expected in January. In particular, labour markets remain tight, and elevated core inflation is persisting.** Growth in China is rebounding in the first quarter. Commodity prices have evolved roughly in line with the Bank's expectations, but the strength of China's recovery and the impact of Russia's war in Ukraine remain key sources of upside risk. **Financial conditions have tightened since January, and the US dollar has strengthened.**

In Canada, economic growth came in flat in the fourth quarter of 2022, lower than the Bank projected. With consumption, government spending and net exports all increasing, the weaker-than-expected GDP was largely because of a sizeable slowdown in inventory investment. Restrictive monetary policy continues to weigh on household spending, and business investment has weakened alongside slowing domestic and foreign demand.

The labour market remains very tight. Employment growth has been surprisingly strong, the unemployment rate remains near historic lows, and job vacancies are elevated. Wages continue to grow at 4% to 5%, while **productivity has declined in recent quarters.**

Inflation eased to 5.9% in January, reflecting lower price increases for energy, durable goods and some services. Price increases for food and shelter remain high, causing continued hardship for Canadians. **With weak economic growth for the next couple of quarters, pressures in product and labour markets are expected to ease. This should moderate wage growth and also increase competitive pressures, making it more difficult for businesses to pass on higher costs to consumers.**

Overall, the latest data remains in line with the Bank's expectation that CPI inflation will come down to around 3% in the middle of this year. Year-over-year measures of core inflation ticked down to about 5%, and 3-month measures are around 3½%. Both will need to come down further, as will short-term inflation expectations, to return inflation to the 2% target.

At its January decision, the Governing Council indicated that it expected to hold the policy interest rate at its current level, conditional on economic developments evolving broadly in line with the MPR outlook. Based on its assessment of recent data, Governing Council decided to maintain the policy rate at 4½%. Quantitative tightening is complementing this restrictive stance. Governing Council will continue to assess economic developments and the impact of past interest rate increases, and is prepared to increase the policy rate further if needed to return inflation to the 2% target. The Bank remains resolute in its commitment to restoring price stability for Canadians.

DATE DE PUBLICATION : Le 25 janvier 2023

The Bank of Canada today increased its target for the overnight rate to 4½%, with the Bank Rate at 4¾% and the deposit rate at 4½%. The Bank is also continuing its policy of quantitative tightening.

Global inflation remains high and broad-based. Inflation is coming down in many countries, largely reflecting lower energy prices as well as improvements in global supply chains. **In the United States and Europe, economies are slowing but proving more resilient than was expected at the time of the Bank's October Monetary Policy Report (MPR).** China's abrupt lifting of COVID-19 restrictions has prompted an upward revision to the growth forecast for China and poses an upside risk to commodity prices. Russia's war on Ukraine remains a significant source of uncertainty. **Financial conditions remain restrictive but have eased since October, and the Canadian dollar has been relatively stable against the US dollar.**

The Bank estimates the global economy grew by about 3½% in 2022, and will slow to about 2% in 2023 and 2½% in 2024. This projection is slightly higher than October's.

In Canada, recent economic growth has been stronger than expected and the economy remains in excess demand. Labour markets are still tight: the unemployment rate is near historic lows and businesses are reporting ongoing difficulty finding workers. However, there is growing evidence that restrictive monetary policy is slowing activity, especially household spending. Consumption growth has moderated from the first half of 2022 and housing market activity has declined substantially. As the effects of interest rate increases continue to work through the economy, spending on consumer services and business investment are expected to slow. Meanwhile, weaker foreign demand will likely weigh on exports. This overall slowdown in activity will allow supply to catch up with demand.

The Bank estimates Canada's economy grew by 3.6% in 2022, slightly stronger than was projected in October. Growth is expected to stall through the middle of 2023, picking up later in the year. The Bank expects GDP growth of about 1% in 2023 and about 2% in 2024, little changed from the October outlook.

Inflation has declined from 8.1% in June to 6.3% in December, reflecting lower gasoline prices and, more recently, moderating prices for durable goods. Despite this progress, Canadians are still feeling the hardship of high inflation in their essential household expenses, with persistent price increases for food and shelter. Short-term inflation expectations remain elevated. Year-over-year measures of core inflation are still around 5%, but 3-month measures of core inflation have come down, suggesting that core inflation has peaked.

Inflation is projected to come down significantly this year. Lower energy prices, improvements in global supply conditions, and the effects of higher interest rates on demand are expected to bring CPI inflation down to around 3% in the middle of this year and back to the 2% target in 2024.

With persistent excess demand putting continued upward pressure on many prices, Governing Council decided to increase the policy interest rate by a further 25 basis points. The Bank's ongoing program of quantitative tightening is complementing the restrictive stance of the policy rate. If economic developments evolve broadly in line with the MPR outlook, Governing Council expects to hold the policy rate at its current level while it assesses the impact of the cumulative interest rate increases. Governing Council is prepared to increase the policy rate further if needed to return inflation to the 2% target, and remains resolute in its commitment to restoring price stability for Canadians.

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.