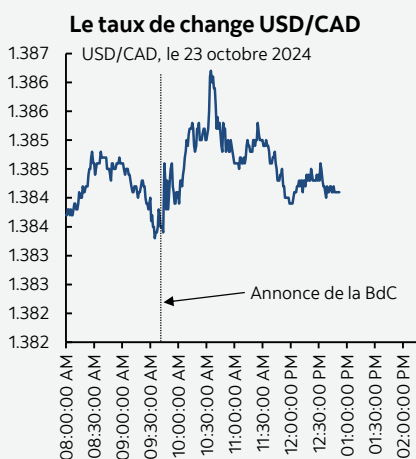


### Contributeurs

**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](mailto:derek.holt@scotiabank.com)

Graphique 1



Graphique 2



## La Banque du Canada baisse ses taux de 50 points, en laissant la porte ouverte à une autre surbaissse

- Comme prévu, la BdC a abaissé ses taux de 50 points de base, ce qui donne un cumulatif de baisses de 125 points de base.
- Elle a télégraphié d'autres baisses, en laissant grande ouverte la porte à une surbaissse.
- La baisse de décembre dépendra des données.
- Voici ce qu'il faut surveiller entre maintenant et décembre.
- Les plans de durcissement quantitatif restent inchangés.
- L'assouplissement s'accélère, les projections restent les mêmes, ce qui avive les inquiétudes.
- Ainsi, il se peut que la barre soit basse pour une autre surbaissse.

La Banque du Canada a baissé ses taux de 50 points de base, pour porter le taux directeur à 3,75 %, en laissant expressément la porte ouverte à de nouvelles baisses de taux, dont l'importance et le rythme seront déterminés par les données et par l'évolution de la conjoncture. Elle n'a pas modifié les plans de son bilan. Jusqu'à maintenant, l'assouplissement cumulatif représente des baisses de 125 points de base. Ses interventions répondent à nos attentes, en laissant intacts mes points de vue sur les risques à plus long terme que la BdC pourrait frôler si elle continue d'assouplir aussi rapidement sa politique monétaire.

Essentiellement, selon les projections, la croissance et l'inflation ne changent pas, même si la BdC a accéléré le rythme de l'assouplissement monétaire, ce qui pourrait vouloir dire qu'elle a un parti pris : dans la balance, le risque d'un ralentissement de l'économie était plus important et durable, n'eût été un nouvel assouplissement que celui d'une croissance légèrement plus vigoureuse dans l'anticipation d'une accélération de l'assouplissement de la politique monétaire.

Les graphiques 1 et 2 font la synthèse des réactions des marchés dans la foulée des communiqués publiés aujourd'hui. Les marchés n'ont guère réagi : le dollar canadien n'a que très légèrement fléchi par rapport au dollar américain, alors que les rendements obligataires à plus court terme du Canada surclassent légèrement les rendements américains pour la séance. L'anticipation boursière de la prochaine décision qui sera rendue dans sept semaines, le 11 décembre, reste comprise entre une baisse d'un quart de point et une réduction de 50 points. Les cours des taux terminaux continuent de s'inscrire à 2,75 %-3 % d'ici l'été.

Je dirais que la BdC s'est assez bien débrouillée aujourd'hui. Elle a réduit ses taux de -50 points de base et a laissé tout le monde dans l'expectative : les marchés hésitaient sur l'importance de la prochaine décision, puisque les cours des taux terminaux étaient toujours anticipés aux alentours de 2,75 %-3 % d'ici l'été prochain.

### LA PROSPECTIVE : AUTRES BAISSSES À VENIR

Je ne m'attarderai guère à la prospective de la BdC : a) parce qu'elle donne généralement de piètres résultats; et b) parce qu'elle sera portée par les données. Pour ce qu'elle vaut, voici ce que la BdC a déclaré :

« Si l'économie évolue essentiellement de concert avec nos dernières prévisions, nous devrions réduire encore le taux directeur. Toutefois, la chronologie et le rythme des nouvelles baisses du taux directeur seront guidés par les statistiques qui seront publiées et par nos évaluations de leurs incidences sur les perspectives de l'inflation. Nous prendrons des décisions à raison d'une réunion à la fois. »

Voici ce que le gouverneur Tiff Macklem a déclaré dans son allocution liminaire de la conférence de presse :

« Dans l'ensemble, nous considérons les risques entourant notre prévision d'inflation comme étant plutôt équilibrés. Maintenant que l'inflation est revenue à 2 %, nous voulons qu'elle ne devienne ni supérieure ni inférieure à la cible. »

Quand on l'a interrogé expressément, pendant la conférence de presse, sur l'importance éventuelle de la prochaine décision, voici ce qu'il a déclaré :

« Je ne vais pas handicaper la prochaine décision. L'orientation à suivre est assez claire à nos yeux. La chronologie et le rythme des décisions dépendront des données. Nous allons consulter énormément d'information d'ici décembre. »

Le 23 octobre 2024

Nous allons donc surveiller la multitude de données et de faits nouveaux d'ici la prochaine décision. Je ferai toutefois valoir que son point de départ pourrait consister à fixer la barre basse pour une autre baisse considérable.

Ceci dit, si la BdC avait voulu dire qu'il s'agissait d'une surbaisse ponctuelle et exceptionnelle, elle aurait pu facilement le faire. Si elle ne l'a pas fait et qu'elle a plutôt préféré laisser la porte ouverte, c'est parce qu'elle assouplit son discours et qu'elle abaisse la barre en attendant que les données guident une autre surbaisse.

### CE QU'IL FAUT SURVEILLER ET QUAND IL FAUT LE FAIRE AVANT LA PROCHAINE DÉCISION

Je n'ai pas encore d'avis à donner sur l'importance de la prochaine décision en décembre. Je ne supposerais toutefois pas qu'il s'agit d'une surbaisse ponctuelle. Les prévisions que nous avons publiées laissent entrevoir une baisse d'un quart de point, ce qui n'est guère valable à cette étape, d'ici à ce que nous puissions consulter la FLOPÉE de données qui seront publiées d'ici là.

#### PIB :

– En août jusqu'à jeudi prochain, selon le pronostic de septembre. J'ai estimé le PIB d'août à -0,1 % sur un mois, en données désaisonnalisées. Nous n'avons pas encore beaucoup de statistiques pour septembre; or, les chiffres comme la baisse de -0,4 % sur un mois, en données désaisonnalisées, pour les heures de travail laissent entendre qu'il y a un risque de baisse.

– Septembre et troisième trimestre, selon le pronostic d'octobre le 29 novembre. Il faudra essentiellement savoir comment se déroulera la transition avec le PIB du T4. Si septembre et le pronostic provisoire d'octobre actent un ralentissement, il se pourrait que la BdC s'inquiète davantage que l'économie crée une capacité excédentaire de plus en plus considérable jusqu'à la fin de l'année.

#### Emplois et salaires

– Les données d'octobre seront publiées le 8 novembre.

– Les données de novembre seront publiées le 6 décembre.

#### IPC :

– Les prix d'octobre seront publiés le 19 novembre. Il s'agira du seul chiffre sur l'inflation qui sera diffusé avant la décision de décembre.

Les prochaines enquêtes statistiques de la BdC, ainsi que les baromètres des attentes inflationnistes, ne seront pas publiés avant janvier.

Le FOMC rendra une décision (le 7 novembre). Il faut aussi tenir compte, bien entendu, de la présidentielle américaine du 5 novembre.

### LES CHANGEMENTS APPORTÉS AUX PRÉVISIONS

Les graphiques 3 et 4 font état des changements intervenus dans les prévisions de la Banque du Canada. Même si elle a relevé l'importance et le rythme de l'assouplissement monétaire, la BdC n'a pas changé ses prévisions de croissance et d'inflation par rapport au cycle précédent, ce qui pourrait vouloir dire qu'elle s'inquiète de plus en plus du risque baissier de ses projections pour compenser l'assouplissement de sa politique monétaire.

Elle a ramené la croissance du PIB pour le T3 à 1,5 % sur un trimestre en données désaisonnalisées et en rythme annualisé, contre 2,8 % dans le RPM de juillet. Elle aurait pu abaisser encore plus la croissance du PIB, puisque le traçage de 1 % fait partie du domaine des estimations très semblables; or, il s'agit toujours d'une dégradation marquée. Elle ne publie (expressément) que deux trimestres à la fois; nous avons donc sa première estimation pour la croissance du PIB au T4, qui s'établit à 2 % sur un trimestre en données désaisonnalisées et en rythme annualisé.

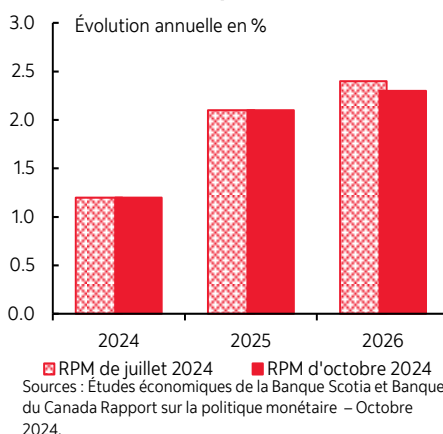
Elle n'a pas changé ses prévisions pour la croissance du PIB de l'an prochain, qui sont restées à 2,1 % sur le quatrième trimestre, et elle a abaissé d'un cran les prévisions de 2026 à 2,3 % sur le quatrième trimestre.

L'IPC est resté inchangé à 2 % sur le quatrième trimestre, en 2025 comme en 2026.

Quelle attention faudrait-il porter aux prévisions de l'inflation de la BdC? Aucune. La BdC ne peut pas prévoir l'inflation. Nous avons actualisé le graphique 5 pour tenir compte des projections d'aujourd'hui. Chaque ligne tiretée correspond à ce que prévoyaient les RPM trimestriels précédents pour l'inflation par rapport à la ligne rouge, qui correspond à l'inflation réelle. Il n'est pas question des points charnières, du sous-ciblage, du surciblage, et on paraît trop confiant dans les projections à chacune des étapes du parcours. Ainsi, quand la BdC paraît confiante à propos de l'objectif qui consiste à atteindre durablement la cible inflationniste de 2 % dans ses prévisions, il est préférable de ne pas en tenir compte.

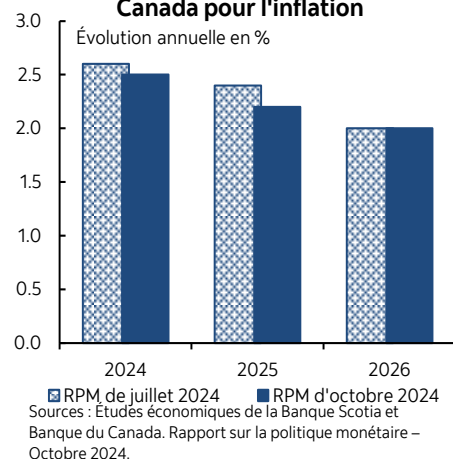
Graphique 3

#### Les prévisions révisées de la Banque du Canada pour le PIB



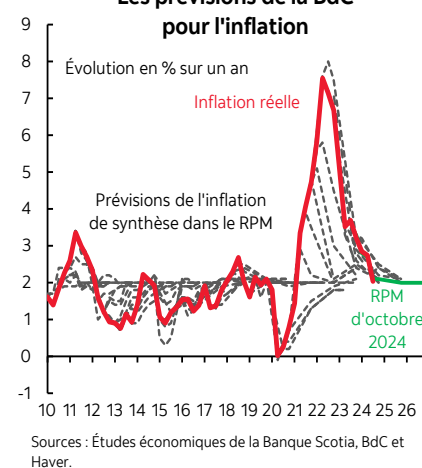
Graphique 4

#### Les prévisions révisées de la Banque du Canada pour l'inflation



Graphique 5

#### Les prévisions de la BdC pour l'inflation



## LES CHANGEMENTS DANS LES DÉCLARATIONS

La déclaration précise aussi que les cours du pétrole ont baissé de 10 \$ de plus que ce qu'on avait supposé dans le RPM de juillet, ce qui est important pour le Canada en raison d'une balance commerciale moins favorable. Elle adoucit peu à peu le discours lorsque la balance commerciale fléchit considérablement.

La BdC renchérit sur ses inquiétudes sur la consommation par habitant et sur le rebond attendu. Je crois qu'elle a tout à fait tort d'être aussi obnubilée par la consommation par habitant. Si on exclut les temporaires (étudiants internationaux, travailleurs étrangers temporaires et demandeurs d'asile), la consommation ne baisse pas (graphique 6). Les temporaires ne dépensent pas naturellement comme les autres : les étudiants développent le capital humain, alors que les travailleurs étrangers temporaires dépensent un peu au pays, mais envoient leur argent à l'étranger ou repartent avec le capital accumulé à la fin de leur séjour. En outre, les temporaires représentent une population transitoire qui pourrait être ici un moment et partir l'instant d'après, pendant que le Canada durcit ses chiffres. La BdC ne devrait pas chercher à les attirer.

## LE RELEVÉ DE LA CONFÉRENCE DE PRESSE

J'ai tenté ci-après de relever sommairement ce que je crois qui était pertinent dans les questions et les réponses pendant la conférence de presse.

### Q1. À quel rythme, à votre avis, le taux directeur devrait-il revenir à un seuil où il n'est plus restrictif?

R1. Tiff Macklem : Nous avons précisé clairement l'orientation à suivre, et nous prendrons nos décisions une réunion à la fois. Nous avons décidé aujourd'hui d'aller plus loin en raison de l'information récente. Premièrement, l'inflation de synthèse a beaucoup baissé. L'inflation fondamentale continue de s'apaiser peu à peu. L'inflation des prix des logements a commencé à se ralentir, et nous avons de plus en plus l'assurance qu'elle continuera de le faire. L'offre est toujours excédentaire dans l'économie. L'inflation attendue a baissé et se rapproche aujourd'hui de la normale. L'économie progresse, mais est toujours en situation d'offre excédentaire. Le marché du travail manque de souffle. Nous avons révisé à la baisse la croissance à court terme. À nos yeux, il était approprié d'aller plus loin aujourd'hui. Nous avons aussi indiqué que nous prévoyons d'autres baisses, à raison d'une à la fois. Aujourd'hui, nous tâchons vraiment de veiller à ce que l'inflation reste proche du milieu de la fourchette de 1 % à 3 %. Puisque les forces haussières qui pèsent sur l'inflation s'apaisent, il faut que la croissance reprenne du mieux. Nous allons surveiller la croissance et l'inflation d'ici décembre.

### Q2. Dans quelle mesure a-t-il été question d'une baisse de 25 ou de 50 points de base, ou d'une baisse encore plus importante?

R2. Tiff Macklem : Le consensus était clair : il était approprié d'aller plus loin aujourd'hui. Nous publierons la synthèse des délibérations dans quelques semaines, ce qui vous donnera une meilleure idée.

### Q3. L'accélération des baisses de taux veut-elle dire que vous avancerez le calendrier de la fin du durcissement quantitatif?

R3. Carolyn Rogers : Nous n'avons pas vraiment changé notre position sur le durcissement quantitatif. Le processus de normalisation comporte deux volets.

### Q4. Vous inquiétez-vous davantage du sous-ciblage de la cible inflationniste?

R4. Tiff Macklem : Selon nos prévisions, l'inflation restera proche du milieu de la fourchette. Puisque les taux baissent, la croissance peut reprendre des couleurs. La conjoncture est assez prometteuse : la croissance remonte et l'inflation recule.

### Q5. Qu'en est-il des inquiétudes qui pèsent sur le logement?

R5. Carolyn Rogers : Les prévisions sur le logement reprennent effectivement du mieux. Le calendrier et l'ampleur représentent des risques dans les deux sens.

### Q6. Dans quelle mesure est-il probable que vous puissiez abaisser encore les taux de 50 points de base en décembre?

R6. Tiff Macklem : Je ne vais pas handicaper la prochaine décision. Nous avons précisé assez clairement l'orientation à suivre. Le calendrier et le rythme dépendront des données qui seront publiées. Nous allons consulter beaucoup d'information d'ici décembre.

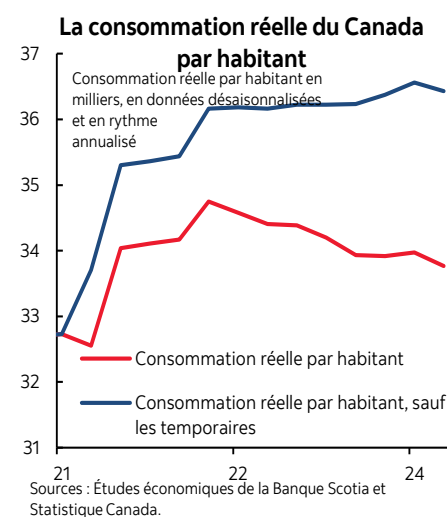
### Q7. Dans quelle mesure la Banque tient-elle compte des attentes des marchés obligataires? Si les rendements devaient commencer à remonter, dans quelle mesure les perspectives des marchés auraient-elles une incidence sur vos attentes vis-à-vis d'un assouplissement supplémentaire nécessaire au Canada?

R7. Tiff Macklem : Réponse évasive. Il a déclaré que la Banque se pencherait sur l'ensemble des conditions et qu'elle fera essentiellement ce qu'il faut.

### Q8. Quel serait l'impact, sur le Canada, d'éventuels tarifs douaniers imposés par les États-Unis? Quel en serait l'impact sur la politique monétaire?

R8. Tiff Macklem : Nous allons tenir compte des risques et des changements dans la politique. Or, à cette étape, les politiques n'ont pas encore été annoncées.

Graphique 6



Le 23 octobre 2024

**DATE DE PUBLICATION : Le 23 octobre 2024**

The Bank of Canada today reduced its target for the overnight rate to 3¾%, with the Bank Rate at 4% and the deposit rate at 3¾%. The Bank is continuing its policy of balance sheet normalization.

The Bank continues to expect the global economy to expand at a rate of about 3% over the next two years. Growth in the United States is now expected to be stronger than previously forecast while the outlook for China remains subdued. Growth in the euro area has been soft but should recover modestly next year. Inflation in advanced economies has declined in recent months, and is now around central bank targets. Global financial conditions have eased since July, in part because of market expectations of lower policy interest rates. Global oil prices are about \$10 lower than assumed in the July Monetary Policy Report (MPR).

In Canada, the economy grew at around 2% in the first half of the year and we expect growth of 1¾% in the second half. Consumption has continued to grow but is declining on a per person basis. Exports have been boosted by the opening of the Trans Mountain Expansion pipeline. The labour market remains soft—the unemployment rate was at 6.5% in September. Population growth has continued to expand the labour force while hiring has been modest. This has particularly affected young people and newcomers to Canada. Wage growth remains elevated relative to productivity growth. Overall, the economy continues to be in excess supply.

GDP growth is forecast to strengthen gradually over the projection horizon, supported by lower interest rates. This forecast largely reflects the net effect of a gradual pick up in consumer spending per person and slower population growth. Residential investment growth is also projected to rise as strong demand for housing lifts sales and spending on renovations. Business investment is expected to strengthen as demand picks up, and exports should remain strong, supported by robust demand from the United States.

Overall, the Bank forecasts GDP growth of 1.2% in 2024, 2.1% in 2025, and 2.3% in 2026. As the economy strengthens, excess supply is gradually absorbed.

CPI inflation has declined significantly from 2.7% in June to 1.6% in September. Inflation in shelter costs remains elevated but has begun to ease. Excess supply elsewhere in the economy has reduced inflation in the prices of many goods and services. The drop in global oil prices has led to lower gasoline prices. These factors have all combined to bring inflation down. The Bank's preferred measures of core inflation are now below 2½%. With inflationary pressures no longer broad-based, business and consumer inflation expectations have largely normalized.

***The Bank expects inflation to remain close to the target over the projection horizon, with the upward and downward pressures on inflation roughly balancing out.*** The upward pressure from shelter and other services gradually diminishes, and the downward pressure on inflation recedes as excess supply in the economy is absorbed.

With inflation now back around the 2% target, Governing Council decided to reduce the policy rate by 50 basis points to support economic growth and keep inflation close to the middle of the 1% to 3% range. ***If the economy evolves broadly in line with our latest forecast, we expect to reduce the policy rate further. However, the timing and pace of further reductions in the policy rate will be guided by incoming information and our assessment of its implications for the inflation outlook. We will take decisions one meeting at a time.*** The Bank is committed to maintaining price stability for Canadians by keeping inflation close to the 2% target.

**DATE DE PUBLICATION : Le 4 septembre 2024**

The Bank of Canada today reduced its target for the overnight rate to 4¼%, with the Bank Rate at 4½% and the deposit rate at 4¼%. The Bank is continuing its policy of balance sheet normalization.

The global economy expanded by about 2½% in the second quarter, consistent with projections in the Bank's July Monetary Policy Report (MPR). In the United States, economic growth was stronger than expected, led by consumption, but the labour market has slowed. Euro-area growth has been boosted by tourism and other services, while manufacturing has been soft. Inflation in both regions continues to moderate. In China, weak domestic demand weighed on economic growth. Global financial conditions have eased further since July, with declines in bond yields. The Canadian dollar has appreciated modestly, largely reflecting a lower US dollar. Oil prices are lower than assumed in the July MPR.

In Canada, the economy grew by 2.1% in the second quarter, led by government spending and business investment. This was slightly stronger than forecast in July, but preliminary indicators suggest that economic activity was soft through June and July. The labour market continues to slow, with little change in employment in recent months. Wage growth, however, remains elevated relative to productivity.

As expected, inflation slowed further to 2.5% in July. The Bank's preferred measures of core inflation averaged around 2 ½% and the share of components of the consumer price index growing above 3% is roughly at its historical norm. High shelter price inflation is still the biggest contributor to total inflation but is starting to slow. Inflation also remains elevated in some other services.

With continued easing in broad inflationary pressures, Governing Council decided to reduce the policy interest rate by a further 25 basis points. Excess supply in the economy continues to put downward pressure on inflation, while price increases in shelter and some other services are holding inflation up. Governing Council is carefully assessing these opposing forces on inflation. ***Monetary policy decisions will be guided by incoming information and our assessment of their implications for the inflation outlook.*** The Bank 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.**

<sup>MD</sup> 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.