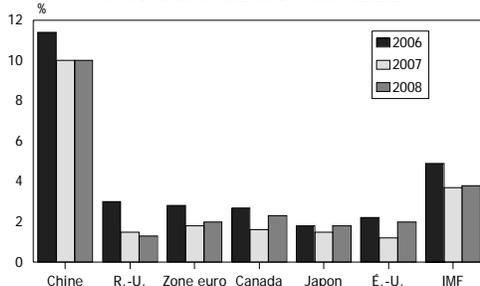


**PERSPECTIVES MONDIALES:  
CROISSANCE DU PIB RÉEL**


Source: Recherche économique RBC, The Institute of International Finance, Inc., International Monetary Fund

**Craig Wright**

Économiste en chef (416) 974-7457  
craig.wright@rbc.com

**Paul Ferley**

Économiste en chef adjoint (416) 974-7231  
paul.ferley@rbc.com

**Dawn Desjardins**

Économiste principale (416) 974-6919  
dawn.desjardins@rbc.com

**PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES**

Juillet 2008

**Les craintes de récession s'estompent aux États-Unis et les termes de l'échange poursuivent leur ascension au Canada**

▲ L'économie américaine restera anémique, mais les prévisionnistes estiment que les probabilités de récession s'atténuent même si les prix de l'énergie sont plus élevés que prévu.

▲ La croissance s'est poursuivie au premier trimestre, mais au taux semestriel le plus faible depuis 2003.

▲ Les dépenses des consommateurs et des entreprises ont ralenti sous l'effet du resserrement des conditions de crédit, mais le coût du crédit commence à s'alléger avec la stabilisation des marchés financiers.

▲ Les risques de contraction au deuxième trimestre diminuent, car la première vague de chèques du programme de stimulation budgétaire devrait donner un coup de pouce à la consommation et maintenir une croissance économique positive.

▲ Le taux d'inflation élevé résultant de la flambée des prix de l'énergie et des aliments menace d'aviver les craintes relatives à l'inflation.

▲ Les prix du pétrole devraient tendre à la baisse sur tout l'horizon de prévision.

▲ La Réserve fédérale ne modifiera sans doute plus son taux directeur cette année.

▲ L'économie canadienne s'est contractée au premier trimestre, des facteurs exceptionnels et les stocks ayant sapé le taux de croissance. Mais la demande intérieure se maintient et compensera cette année l'important effet de freinage exercé par les exportations nettes.

▲ Les importations continueront de croître avec vigueur, mais l'atonie de la demande américaine nuira aux exportations en volume.

▲ Les prix élevés des produits de base et l'amélioration correspondante des termes de l'échange soutiendront l'augmentation des revenus réels et l'emploi.

▲ La consommation a ralenti depuis le quatrième trimestre de 2007, mais demeurera l'un des piliers de l'économie en 2008.

▲ Les investissements en immobilisations des entreprises soutiendront encore fermement l'économie puisque la force du dollar canadien rend les importations de machines et de matériel moins chères et que la bonne tenue des prix des produits de base justifiera une augmentation de la capacité de fabrication.

▲ Le marché de l'immobilier résidentiel canadien connaît une baisse de régime, mais ne se dirige pas vers un effondrement comme celui des États-Unis.

▲ La Banque du Canada reporte son attention sur les perspectives d'inflation après avoir réduit son taux directeur d'un point et demi depuis décembre 2007.

## Un peu de lumière au bout du tunnel de l'économie des États-Unis

Le paysage économique a commencé à devenir un peu moins sombre au printemps, alors que les communiqués statistiques révélèrent que l'économie américaine avait évité la décroissance en début d'année et que l'humeur a commencé à s'améliorer sur les marchés financiers. Au premier trimestre, la croissance du PIB a été plus ferme que prévu, avec un taux de 1,0 % en accélération par rapport à celui de 0,6 % du quatrième trimestre. Cela clôturait les six mois de croissance la plus lente depuis 2003 pour l'économie des États-Unis, et les premiers chiffres pour le deuxième trimestre signalent un maintien du rythme.

Nous prévoyons une croissance de 1,5 % sur l'ensemble de 2008 aux États-Unis, car ce premier semestre alangui sera suivi par une expansion plus vive au troisième trimestre, lorsque le programme de stimulation budgétaire s'alliera à la détente monétaire pour soutenir une augmentation réelle du PIB. Les retombées bénéfiques du programme de stimulation se dissiperont toutefois vers la fin de l'année, et le taux de croissance devrait alors se replier aux alentours de 1 % au dernier trimestre. Ce ralentissement pourrait même être plus marqué si les prix du pétrole devaient rester élevés, mais nos projections reposent sur un recul du prix du baril de WTI à 90 \$ US l'an prochain.

## Les interventions de la Réserve fédérale font effet

La diminution totale de 3,25 points du taux des fonds fédéraux, qui avait connu dernièrement un sommet au milieu de 2007, conjuguée à de nombreuses autres mesures prises pour injecter des liquidités dans le système financier américain, a commencé à porter fruit au deuxième trimestre, les marchés donnant des signes de stabilisation après la frénésie du début de l'année. Les écarts entre le taux de financement et les taux des obligations de société ont rétréci par rapport à la mi-mars. L'amenuisement des différentiels de taux permet aux sociétés financières de recommencer à mobiliser des capitaux, quoiqu'à des conditions plus onéreuses qu'avant le déclenchement de la tourmente du crédit en août dernier. Notre prévision suppose que cette amélioration se poursuive.

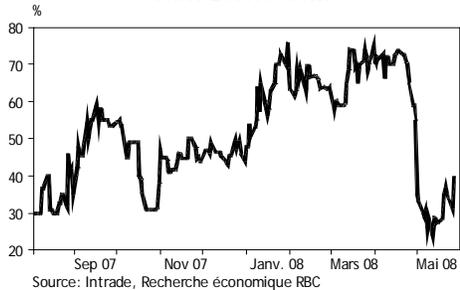
## Changement de perspective pour la politique monétaire américaine

Les attentes des marchés à l'égard de la politique future de la banque centrale au début du deuxième trimestre ont aussi nettement changé. Ensemble, les mesures prises par la Réserve fédérale pour améliorer la liquidité des marchés et ses réductions de taux directeur ont soulagé les marchés financiers d'une partie des pressions qui pesaient sur eux, et des statistiques économiques meilleures que prévu ont apaisé les craintes d'une récession imminente. Alors que les opérateurs s'attendaient jusqu'à tout récemment à ce que la banque centrale continue d'abaisser son taux directeur jusqu'à la fin de 2008, le marché des contrats à terme sur les fonds fédéraux compte maintenant que la prochaine intervention de la Fed sera une majoration de taux. Cela représente un revirement majeur par rapport à la mi-mars - juste avant que la Réserve fédérale vienne directement à la rescousse des maisons de courtage et assouplisse l'accès au mécanisme de l'escompte - puisque le contrat à terme d'alors tablait sur un taux de 1,5 % en fin d'année, soit un demi-point de moins que le taux actuel.

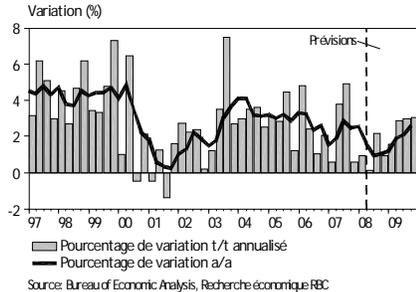
## L'économie pas encore sortie de l'ornière

La plupart des chiffres publiés sur l'économie américaine se sont situés dans la fourchette supérieure des prévisions, mais un indicateur clé donne à penser qu'elle n'est pas encore sortie de l'ornière. L'enquête menée en avril auprès des directeurs du crédit de 56 banques des États Unis et de 21 succursales américaines

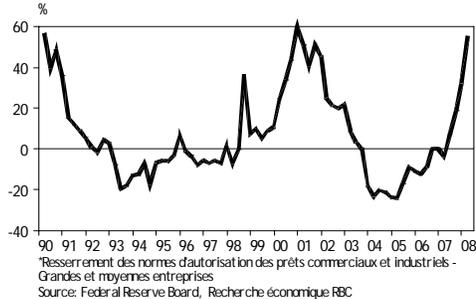
PROBABILITÉ D'UNE RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS



CROISSANCE RÉELLE DU PIB AMÉRICAIN



SONDAGE AUPRÈS DES AGENTS PRINCIPAUX DES PRÊTS - ÉTATS-UNIS\*



aines de banques étrangères a montré que les normes de prêt se sont encore durcies au début du deuxième trimestre. Pas moins de 55 % des répondants des banques américaines ont en effet déclaré que leur institution avait resserré ses normes pour les prêts commerciaux et industriels, contre 30 % en janvier. Dans le passé, une telle intervention précédait habituellement un net ralentissement de la production industrielle et des dépenses en machines et en matériel, ainsi qu'une compression des effectifs.

## Des effectifs salariés déjà en recul

Les résultats de l'enquête concordent avec l'érosion continue de l'emploi depuis le début de 2008, puisque 65 000 postes ont été perdus chaque mois en moyenne de janvier à mai. Le secteur des biens a de nouveau subi la majorité des réductions d'emplois avec l'abolition de 396 000 postes, surtout dans la construction et la fabrication, tandis que celui des services n'a créé des emplois qu'au rythme timide de 14 000 par mois.

Nous nous attendons à ce que le marché du travail continue de s'affaiblir aux États-Unis quoique le ralentissement du rythme de repli en avril et mai, alors que les effectifs salariés ont baissé en moyenne de 38 000 par mois, laisse présager que l'actuelle décélération économique causera nettement moins de dégâts que les dernières récessions, pendant lesquelles l'hémorragie mensuelle moyenne avait été de 113 000 postes. Le taux de chômage a grimpé à 5,5 % en mai, bien au-dessus de son creux cyclique récent de 4,4 %, et montera sans doute graduellement puisque la croissance économique sera inférieure à la normale. Les salaires donnent aussi des signes de modération - la hausse sur douze mois de la rémunération horaire moyenne a faibli en avril à son rythme le plus lent depuis janvier 2006.

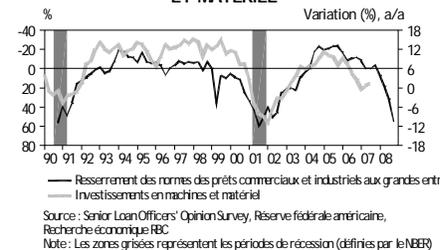
## La confiance ébranlée par l'affaissement du marché de l'emploi, l'étranglement du crédit et la flambée des prix de l'essence

Les normes de prêt se sont aussi resserrées pour les consommateurs au début du deuxième trimestre : les prêts hypothécaires résidentiels sont restés sous pression et les conditions rattachées aux cartes de crédit et aux autres prêts à la consommation sont devenues plus strictes. La tendance à la baisse du marché de l'emploi et le durcissement des conditions de crédit ont sapé la confiance des consommateurs américains, qui a chuté à son niveau le plus bas depuis la dernière récession.

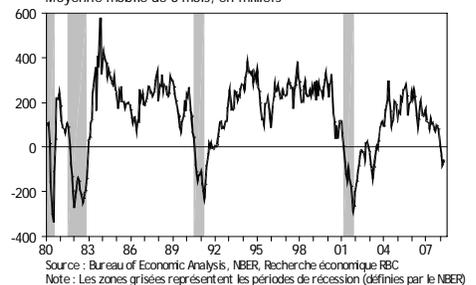
Cette frilosité des ménages a été exacerbée par la détérioration continue de leurs bilans, leur avoir net immobilier diminuant toujours alors que la faiblesse du marché boursier à la fin de 2007 et au début de 2008 aggravait la situation. Les dépenses de consommation se sont un peu mieux tenues que prévu au premier trimestre, mais n'ont progressé qu'à un taux annuel de 1 %, le plus faible depuis 2001. Les indicateurs signalent une remontée modeste au deuxième trimestre, comme en témoignent les dépenses des consommateurs qui ont augmenté en avril et en mai.

La distribution des chèques de remises d'impôts, au début de mai, dans le cadre du vaste programme de stimulation budgétaire fédéral a contribué à soutenir la consommation dans les derniers mois. Il reste que le gros des dépenses que permettront ces remises ne devrait pas se faire avant le troisième trimestre. RBC prévoit que la consommation fera alors un bond de 4 % avant de décélérer de nouveau au quatrième trimestre. Dans l'ensemble, les dépenses des consommateurs devraient être moins élevées en 2008 qu'en 2007. Mais la conjugaison de la

POURCENTAGE DE RESSERMENT PAR LES BANQUES DES PRÊTS COMMERCIAUX ET INDUSTRIELS PAR RAPPORT AUX INVESTISSEMENTS EN MACHINES ET MATÉRIEL



VARIATION DES SALAIRES NON AGRICOLES  
Moyenne mobile de 3 mois, en milliers



stimulation budgétaire et des baisses de taux d'intérêt préparera sans doute une reprise en 2009, surtout si l'humeur s'améliore sur les marchés financiers, comme nous l'anticipons, et débouche sur un assouplissement des conditions de crédit.

Le prix des produits de l'énergie menace aussi la consommation future. La part du revenu personnel disponible consacrée aux achats d'essence, de mazout et d'autres produits énergétiques a doublé depuis 2002 en raison de la flambée du prix du pétrole, qui est passé de 20 \$ US le baril alors à 100 \$ US à la fin du premier trimestre puis à 130 \$ US en mai. Nous nous attendons à ce que le prix retombe à 90 \$ US en 2009, et donc à une atténuation de l'incidence des dépenses liées à l'énergie.

### Aucun répit dans le marché de l'immobilier résidentiel

Aux États-Unis, la récession sévit toujours dans le secteur de l'habitation : les ventes de logements ont baissé d'au moins 20 % sur un an, les prix affichent des baisses appréciables d'une année sur l'autre, et le parc de maisons et d'appartements invendus demeure largement supérieur aux normes. Les investissements résidentiels, qui avaient reculé de 24,6 % au quatrième trimestre de 2007, ont chuté encore davantage, de 25,2 %, au premier trimestre (en taux annuels dans les deux cas), retranchant pas moins de 1,1 point de pourcentage au taux de croissance de l'économie pendant les trois premiers mois de l'année. Les forclusions ont augmenté en avril, et les défaillances de débiteurs ont continué de se multiplier. Nos prévisions supposent que la récession dans l'habitation durera toute l'année. En 2009, les baisses conjuguées des taux d'intérêt et des prix de l'immobilier résidentiel devraient ramener le parc d'invendus à des niveaux plus normaux, ce qui devrait empêcher la construction d'habitations neuves de diminuer davantage après trois années de nets reculs.

### Prudence à court terme des entreprises, malgré une demande extérieure porteuse

Les conditions de crédit plus rigoureuses et l'incertitude des perspectives inciteront les sociétés américaines à faire preuve de réserve à court terme, même si leurs bilans restent relativement sains. Leurs dépenses ont été en perte de vitesse au premier trimestre, et ce marasme devrait persister car les investissements en structures non résidentielles et en matériel demeureront sans doute faibles en raison du resserrement des conditions de crédit. Un rebond modeste est probable en fin d'année, alors que le coût du crédit diminuera et qu'une reprise de la demande des consommateurs redonnera confiance aux entreprises. Le commerce extérieur devrait contribuer à l'expansion économique une deuxième année de suite, la faiblesse du dollar américain continuant de stimuler la demande étrangère alors que le manque de vitalité de l'économie intérieure freine la croissance des importations.

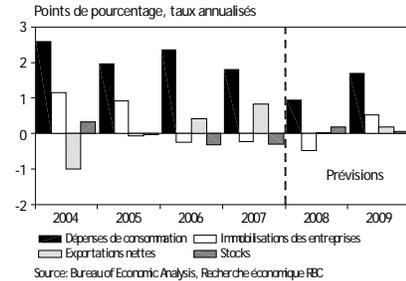
### Des tensions inflationnistes au-delà du seuil de tolérance de la Réserve fédérale

Pendant les trois mois qui se sont terminés en mai, l'inflation globale a atteint 4,9 % en chiffre annualisé après correction des effets saisonniers, contre 5,6 % au cours des trois derniers mois de 2007. Cette décélération était due à des hausses moins rapides de la composante de l'énergie et de l'indice de base. Le taux annualisé de l'inflation de base, qui exclut l'alimentation et l'énergie, s'est établi à 1,8 % durant la plus récente période, ce qui dénote aussi un ralentissement par rapport à sa progression moyenne de 2,7 % au quatrième trimestre. Toutefois, l'inflation des denrées alimentaires s'est emballée au début de 2008, avec un gain annualisé de 5,9 % contre 2,3 % au quatrième trimestre. Les indices global et de base ont ainsi grimpé au haut de la fourchette de tolérance de la Réserve fédé-

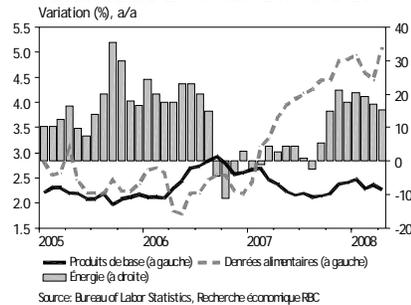
#### PRIX DES MAISONS SELON L'OFHEO - ACHATS UNIQUEMENT



#### CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB RÉEL AMÉRICAIN



#### HAUSSE DE L'IPC AUX ÉTATS-UNIS



rale. Et on a pu déceler les premiers signes d'augmentation des anticipations d'inflation.

Les résultats de l'enquête de l'Université du Michigan, qui rendent compte de ces anticipations, ont montré qu'au début de juin, les répondants s'attendaient majoritairement à une inflation de 5,1 % sur un horizon d'un an. Pour l'inflation sur cinq ans, la prévision est passée à 3,4 %, ce qui marque également un sommet depuis 1996. Compte tenu de la stabilisation des prix des produits de base, quoiqu'à leurs hauts niveaux actuels, et de la diminution des pressions exercées sur la capacité de production du fait d'un taux de croissance économique inférieur à son rythme tendanciel, nous prévoyons que les tensions sur les prix s'apaiseront au second semestre de 2008 et, par conséquent, que les anticipations inflationnistes s'infléchiront doucement par la suite.

## La Réserve fédérale dans l'expectative

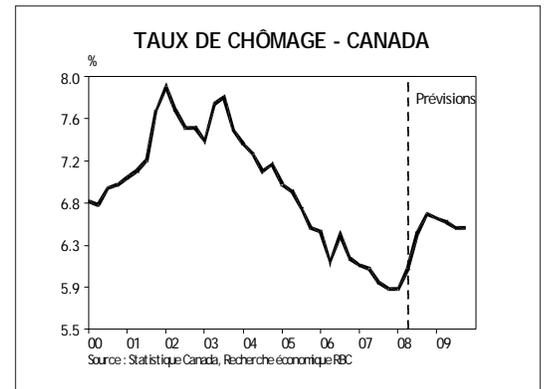
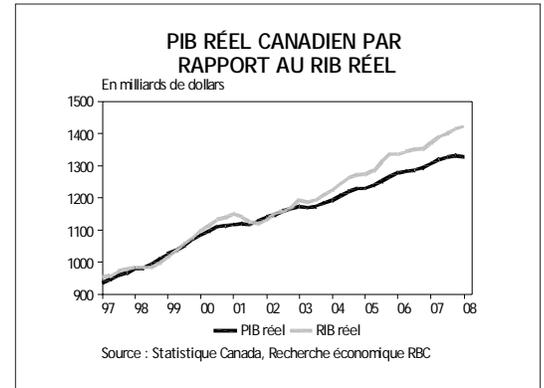
Dans son communiqué de la fin d'avril, la Réserve fédérale a troqué sa détermination à prévenir une récession contre une attitude plus attentiste, le temps de mesurer comment évoluera la situation économique sous l'effet immédiat du programme de stimulation budgétaire et de la détente monétaire antérieure. Les grands argentiers réaffirmaient du même souffle leur engagement à fournir la liquidité nécessaire au bon fonctionnement des marchés financiers. La tentation d'abaisser encore davantage à court terme les taux d'intérêt est freinée par ce niveau accru d'inflation. Dans son communiqué de juin, la Réserve fédérale a reconnu les risques d'une inflation accrue, sans toutefois proposer de mesures dans un proche avenir. Nous croyons que la Réserve fédérale s'en tiendra à sa politique de taux actuelle jusqu'au milieu de l'année prochaine, car il ne semble pas que les risques de croissance négative et que les risques de hausse de l'inflation se matérialiseront.

## Au Canada, le recul inattendu du premier trimestre sera probablement éphémère

L'économie canadienne a connu une contraction surprise au premier trimestre, avec une régression minimale de 0,3 % en taux annuel. Le taux de croissance de ces trois mois a été amputé de 4,3 points, rien de moins, en raison d'une accumulation de stocks beaucoup plus faible qu'avant. La construction résidentielle a déçu elle aussi, retranchant pour sa part un demi point de l'expansion trimestrielle. Par contre, les autres composantes de la demande intérieure ont affiché des progressions honorables ; même le commerce extérieur a contribué à la croissance. L'économie a toutefois subi d'autres pressions négatives de la part du secteur automobile, pour des raisons exceptionnelles. Il n'en demeure pas moins que les perspectives de croissance sont belles pour le reste de l'année. En effet, la correction des stocks est chose du passé, les tensions semblent s'adoucir sur les marchés financiers et le haut niveau des prix des produits de base devrait raffermir l'expansion au cours des trois derniers trimestres de 2008.

## Des termes de l'échange encore porteurs

Les termes de l'échange poursuivent leur ascension au Canada, la hausse des prix à l'exportation dépassant celle des prix à l'importation. Pour l'essentiel, cela s'explique par le fait que 45 % des ventes du Canada à l'étranger portent sur des produits de base pour lesquels la demande en provenance d'économies comme la Chine demeure très vive. Nos importations, elles, comprennent une plus grande proportion de biens de consommation et d'investissement, dont les prix ont baissé en raison des pressions de la concurrence internationale et de la vigueur du dollar canadien. Ce coup de pouce donné aux termes de l'échange a eu pour effet d'augmenter les revenus des Canadiens en gonflant les gains à l'exportation.



Depuis cinq ans, le revenu intérieur brut du Canada a crû plus rapidement — de 1,2 point en moyenne — que son produit intérieur brut, ce qui a été très bénéfique pour les recettes des administrations publiques, les bénéfices des entreprises et le marché de l'emploi.

### Une situation de l'emploi toujours robuste

À l'inverse de son homologue américain, le marché du travail canadien n'a donné aucun signe d'affaiblissement pendant les turbulences des marchés financiers. Au cours des cinq premiers mois de 2008, le nombre d'emplois s'est étoffé d'environ 26 000 par mois, ce qui tranche avec la perte mensuelle de 65 000, en moyenne, subie par les effectifs salariés aux États-Unis au cours de la même période. Au Canada, après avoir touché le niveau le plus bas depuis une génération, le taux de chômage vient de remonter un peu parce que l'embauche a été si massive qu'elle a relancé le taux d'activité. La proportion de la population en âge de travailler qui est occupée frôle les records, et la croissance des salaires reste forte, avec une rémunération en hausse de 4,6 % entre mai 2007 et mai 2008. Dans l'ensemble, cette vitalité du marché du travail devrait se conjuguer à des bilans personnels sains pour permettre aux consommateurs canadiens de continuer de dépenser en 2008. RBC prévoit que la consommation augmentera de 4,1 %, donc à peine moins vite qu'en 2007 (4,5 %).

### Des signes d'apaisement de la crise du crédit ?

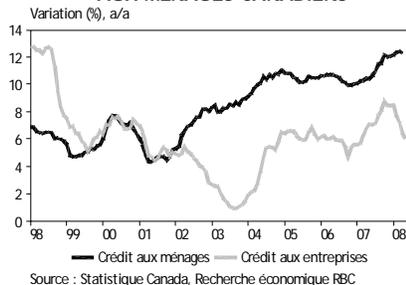
Malgré le dynamisme de son économie intérieure, le Canada n'a pas échappé au récent épisode d'instabilité des marchés financiers et de durcissement des conditions de crédit. Depuis que la crise a éclaté, au milieu d'août 2007, les écarts relevés pour les taux des emprunts des ménages et des entreprises se sont beaucoup creusés — jusqu'à deux points de plus. Ils viennent tout juste de commencer à se résorber, mais restent bien au-dessus de leurs niveaux d'avant la tourmente. Le resserrement a aussi transpiré dans l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada, puisque 41 % des répondants ont dit avoir constaté que les conditions de financement sont devenues plus sévères pendant les trois mois jusqu'à mars.

Ce climat contraignant n'a pas empêché la croissance des prêts aux deux secteurs - ménages et entreprises - de se poursuivre à un rythme rapide pendant les trois premiers mois de l'année. La vive augmentation des prêts aux entreprises traduit sans doute un retour à des méthodes de financement plus classiques puisque le recours aux marchés des capitaux est devenu moins facile. Quant aux ménages, ils continuent d'investir dans l'immobilier résidentiel. Or, les achats de logements ont une incidence déterminante sur la hausse de l'endettement des particuliers. La demande de prêts hypothécaires résidentiels, qui représentent 68 % du total des crédits aux ménages, s'est accrue de 13,1 % dans les douze mois terminés en avril.

### Baisse de régime sur le marché de l'habitation, mais sans risque d'effondrement

Le marché de la revente de logements a donné des signes d'essoufflement au début du deuxième trimestre, avec un recul de 1,0 % des ventes par rapport au premier trimestre de 2008. Il s'agissait d'une quatrième baisse trimestrielle d'affilée. Mais même à ce niveau plus modeste, les ventes continuent de dépasser largement le rythme moyen des vingt dernières années. La forte demande a propulsé les prix, qui ont gagné au moins 10 % dans les six dernières années, mais ce rythme s'est ralenti à 3,2 % en avril. Par contre, les nouvelles mises en vente ont remonté au premier trimestre, et la tendance s'est poursuivie en avril avec un bond de 17,7 % par rapport à un an plus tôt sur les principaux marchés. Le

**CRÉDIT AUX ENTREPRISES ET AUX MÉNAGES CANADIENS**



**RATIO VENTES/NOUVELLES INSCRIPTIONS DE MAISONS ET PRIX DE REVENTE MOYENS DES MAISONS AU CANADA**



ralentissement du marché de l'immobilier résidentiel était attendu, et même souhaité dans une certaine mesure, car l'accessibilité à la propriété s'était constamment détériorée jusqu'en 2007. Sur la plupart des grands marchés, l'accessibilité à la propriété est tombée au plus bas depuis le début des années 1990. Du côté de l'offre, la vigueur de la demande continue de soutenir l'activité de construction, les mises en chantier progressant à un rythme exceptionnel.

Au Canada, l'immobilier demeure structurellement solide. Il est d'ailleurs exposé de façon très limitée aux prêts hypothécaires à risque, la spéculation est relativement faible, et il n'y a pas d'excédent d'offre appréciable malgré une forte activité de construction. On prévoit que l'accessibilité à la propriété s'améliorera cette année étant donné que la Banque du Canada a réduit son taux de financement à un jour de 1,50 point depuis décembre dernier, que certains indices semblent annoncer une diminution des écarts sur les taux hypothécaires et que les prix des maisons et appartements augmentent moins vite.

### Des entreprises prêtes à investir

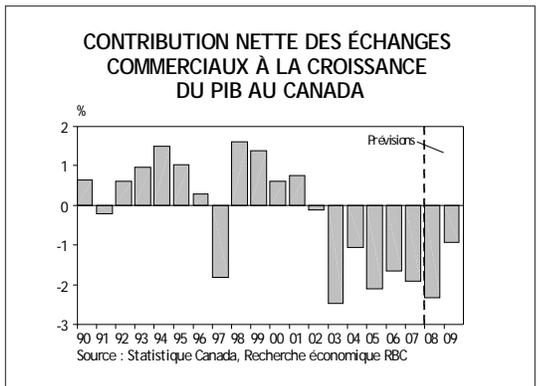
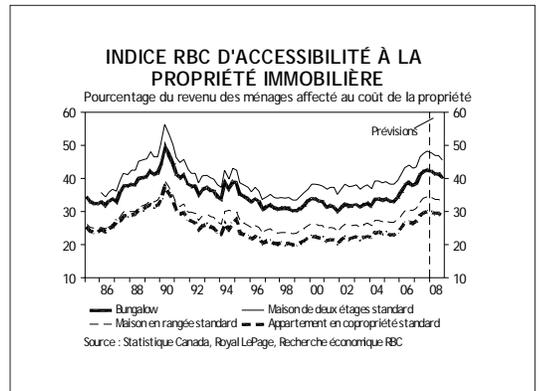
Le renchérissement des produits de base a aussi influé sur l'économie par un autre biais : en poussant le dollar canadien à la hausse. Depuis le début du marché haussier de ces produits, la monnaie canadienne a gagné plus de 60 % sur la devise américaine. Les prix des machines et du matériel fabriqués aux États-Unis qu'importent les entreprises du Canada ont plongé de 25 % depuis 2002, selon les statistiques les plus récentes. Ces baisses de prix allongent le cycle des investissements. D'ailleurs, les entreprises fermées et ouvertes prévoient investir 5,2 % de plus cette année. Les mesures prises par les entreprises du secteur des produits de base pour étoffer leur capacité permettront vraisemblablement à l'activité de construction non résidentielle de continuer d'augmenter en 2008. Toutefois, la diminution du nombre de permis de construire délivrés signale une baisse de régime après le bond de 13 % de 2006 et la progression de 4 % de 2007.

### Un commerce extérieur toujours pénalisant

En raison de l'essor de la demande de machines et de biens de consommation étrangers, le Canada devrait encore importer plus qu'il n'exportera en dollars constants. Cela signifie que le solde net des exportations freinera la croissance du PIB en 2008. L'affaiblissement de l'économie américaine, dont le PIB réel devrait progresser d'environ 1,5 % en moyenne cette année, nuira aux exportations canadiennes. En effet, selon les prévisions, celles-ci diminueront de 2,8 % alors que les importations augmenteront de 2,9 %. L'effet de freinage du commerce extérieur s'amplifierait ainsi et retrancherait 2,3 points de la croissance globale. En 2009, année pendant laquelle on prévoit un raffermissement de l'économie des États-Unis avec une expansion de 2 %, la demande d'exportations canadiennes devrait reprendre et le commerce international devrait moins handicaper la croissance.

### Vers une propagation des tensions inflationnistes ?

En avril, le taux d'inflation au Canada a enregistré sa première hausse annuelle depuis novembre 2007 en raison d'une poussée des prix des aliments et de l'énergie, qui a fait passer le taux annuel de 1,4 % à 1,7 % en mars. En mai, le taux s'est accru davantage, passant à 2,2 %. Le taux de référence de la Banque du Canada s'est lui aussi accéléré, à 1,5 % en avril, pour rester inchangé en mai. Ces augmentations ont fait craindre un changement de la conjoncture d'inflation anodine dont jouissait le Canada. Il reste qu'avec une progression de 1,5 % pour la mesure de la banque centrale, l'inflation se situe sans difficulté en deçà de la



cible de 2 % des autorités monétaires et est inférieure à celle de la plupart des pays industrialisés, à l'exception du Japon. Pour la suite, les facteurs transitoires qui l'ont fait baisser, notamment l'appréciation de 17 % du dollar canadien en 2007 et les rabais que les entreprises canadiennes de vente au détail ont dû consentir dans leur lutte pour les parts de marché, commenceront à ne plus produire leurs effets et feront remonter le taux d'inflation vers la cible de 2 %. En raison de la hausse soutenue des prix de l'énergie, nous avons revu à la hausse nos prévisions en ce qui a trait au taux d'inflation globale canadien, qui devrait s'établir à près de 2,5 % pour le reste de l'année. Toutefois, comme on prévoit une tendance à la baisse des prix du pétrole au cours de l'an prochain, le taux d'inflation globale selon l'IPC devrait passer sous les 2 % en 2009, sur une base moyenne annuelle.

## L'inflation revenue en haut des priorités de la Banque du Canada

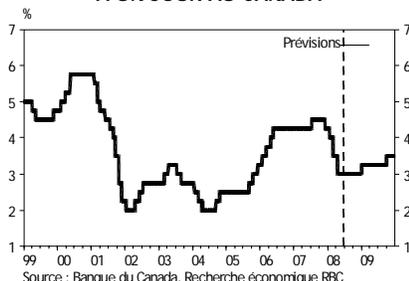
La Banque du Canada a diminué son taux cible de financement à un jour de 1,50 point depuis décembre pour conjurer les effets du ralentissement de l'économie américaine sur la demande d'exportation et du resserrement des conditions de crédit sur les dépenses des ménages et des entreprises. Comme les taux d'inflation de référence se situaient dans la partie inférieure de sa fourchette cible de 1 % à 3 %, la banque centrale disposait d'une certaine marge de manœuvre pour ramener son taux directeur à un niveau qui maintient la demande intérieure sur une trajectoire ascendante. Elle l'avait ainsi établi à 3 %, un niveau relativement accommodant, parce que la croissance a été inférieure à son potentiel pendant plusieurs trimestres successifs fin 2007 et début 2008 et que l'inflation évoluait en gros comme elle l'avait prévu.

Au début de juin, toutefois, la Banque du Canada a reporté son attention sur l'inflation, emboîtant le pas à d'autres banques centrales qui redoutent que des tensions sur les prix couvent et finissent par enflammer les anticipations d'inflation. Des signes d'apaisement sur le marché du crédit, alliés à la publication de statistiques qui permettaient de penser que l'économie des États-Unis évitera la récession, ont atténué les risques planant sur les perspectives économiques, ce qui a conforté la banque centrale dans son opinion qu'à son niveau actuel, le taux cible de financement à un jour maintient l'économie en équilibre et l'inflation sur la bonne voie à moyen terme. Nous nous attendons à ce qu'elle conserve son taux directeur de 3 % dans un avenir proche. Les taux d'intérêt du marché demeureront donc bas au Canada en 2008, mais se réorienteront sans doute à la hausse l'an prochain à mesure que l'avenir des deux économies du Canada et des États-Unis paraîtra plus assuré.

## Un dollar canadien autour de la parité

La monnaie du Canada s'est maintenue autour de la parité par rapport au dollar américain au cours des trois derniers mois, malgré les records enregistrés par le prix du pétrole (en hausse de 62 % depuis son point bas de 87 \$ US de la fin de janvier) et par l'envolée du gaz naturel, dont le prix a monté de 91 % depuis son creux de 7,02 \$ le 1 000 pieds cubes à la mi-décembre. En présence d'une croissance mondiale moins soutenue (la prévision du FMI pour 2008 a été ramenée de 4,1 % en janvier à 3,7 %), il est probable que les prix des produits de base affichent un certain recul cet été. Ce décrochage devrait suffire à ramener le dollar canadien sous la parité avec le dollar américain, surtout si l'économie des États-Unis remonte la pente et si le cycle de détente de la Réserve fédérale est sur le point de se terminer. Selon nos prévisions, le dollar canadien clôturera 2008 autour de 0,94 \$ US et 2009 aux alentours de 0,89 \$ US.

TAUX DE FINANCEMENT  
À UN JOUR AU CANADA



DOLLAR CANADIEN



## Détail des prévisions économiques – Canada

### Croissance réelle de l'économie

Pourcentage de variation d'une période à l'autre à moins d'indications contraires

	Réel				Prévisions								Prévisions		
	2007				2008			2009					Moyenne annuelle		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2007	2008	2009
Dépenses de consommation	3.8	5.8	4.2	7.5	3.2	2.7	2.6	2.8	3.1	3.4	3.5	3.3	4.5	4.1	3.1
Bien durables	4.6	15.0	-1.4	11.5	16.5	1.0	2.4	2.0	2.9	3.5	3.5	3.3	7.1	7.4	2.8
Bien non durables	5.1	5.3	2.2	3.9	0.6	2.5	2.3	2.2	3.5	3.0	3.9	3.9	3.3	2.4	3.0
Services	2.2	4.3	5.8	8.8	0.9	2.4	2.8	3.4	3.2	3.8	3.5	3.0	4.3	3.8	3.3
Dépenses publiques	3.0	2.7	7.2	5.8	2.6	3.0	2.7	3.1	2.6	2.8	2.8	2.8	3.7	3.9	2.8
Investissement des entreprises	1.9	3.9	4.5	4.2	-1.2	2.9	4.1	4.2	2.6	2.9	2.6	3.3	3.4	2.6	3.2
Construction résidentielle	11.0	4.7	4.1	1.8	-6.8	1.8	2.0	1.7	-2.0	-1.0	-1.5	-1.0	3.0	0.0	-0.3
Structures non résidentielles	-3.1	-7.7	-4.3	-3.5	3.5	2.0	4.5	5.0	2.9	2.9	4.5	4.5	-0.4	0.4	3.7
Machines et matériel	-2.2	14.2	13.2	14.0	1.1	3.8	5.0	5.2	5.2	5.0	4.0	5.0	7.1	6.9	4.9
Demande intérieure finale	3.3	4.9	5.1	6.3	2.3	2.9	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	4.2	3.8	3.2
Exportations	0.8	2.5	-1.1	-7.4	-4.1	-3.7	2.6	0.7	2.3	3.8	3.8	4.0	1.0	-2.8	2.2
Importations	1.1	4.9	20.6	8.6	-10.0	3.1	4.5	3.7	4.2	4.0	4.0	4.2	5.5	2.9	4.0
Stocks (var. en G \$)	6.0	5.7	20.5	20.6	3.3	6.6	9.2	9.2	8.9	8.8	8.5	8.5	13.2	7.1	8.7
<b>Produit intérieur brut réel</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>2.3</b>	<b>0.8</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.5</b>	<b>3.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.7</b>	<b>1.4</b>	<b>2.5</b>

### Autres indicateurs

Activité et main-d'œuvre															
Productivité*	-0.3	0.8	0.8	0.3	-0.4	-0.8	-0.4	0.2	1.0	1.2	1.1	1.3	0.4	-0.4	1.1
Bénéfices des sociétés avant impôt**	4.3	3.7	2.2	3.1	4.6	2.0	0.5	-1.3	-0.1	3.8	4.5	5.0	3.3	1.4	3.3
Taux de chômage (%)	6.1	6.1	6.0	5.9	5.9	6.1	6.4	6.6	6.6	6.6	6.5	6.5	6.0	6.3	6.5
Inflation															
IPC global (a/a%)	1.8	2.2	2.1	2.4	1.8	2.3	2.6	2.4	2.1	1.5	1.4	1.6	2.1	2.3	1.6
IPC de base (a/a%)	2.3	2.4	2.2	1.6	1.4	1.5	1.6	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	1.6	2.1
Commerce extérieur															
Solde du compte courant (G \$)	15.8	28.5	7.0	3.1	22.2	36.8	29.1	23.3	20.0	19.5	19.7	19.8	13.6	27.9	19.8
Pourcentage du PIB	1.1	1.9	0.5	0.2	1.4	2.3	1.8	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	0.9	1.7	1.2
Mises en chantier domiciliaires (mil)	0.23	0.23	0.24	0.21	0.23	0.22	0.21	0.21	0.19	0.19	0.18	0.18	0.23	0.22	0.18
Ventes de véhicules automobiles (mil)	1.66	1.75	1.70	1.66	1.81	1.76	1.77	1.77	1.77	1.78	1.78	1.78	1.69	1.78	1.78

\*La productivité est calculée en divisant le PIB réel global par l'emploi.

\*\*Variation a/a (%)

Source: Statistique Canada, prévisions de Recherche économique RBC

## Détail des prévisions économiques – États-Unis

### Croissance réelle de l'économie

Pourcentage de variation d'une période à l'autre à moins d'indications contraires

	Réel					Prévisions								Prévisions		
	2007					2008			2009					Moyenne annuelle		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2007	2008	2009	
Dépenses de consommation	3.7	1.4	2.8	2.3	1.1	1.5	4.0	-0.1	1.1	2.8	2.9	2.8	2.9	1.9	1.9	
Bien durables	8.8	1.7	4.5	2.0	-6.0	-1.6	9.0	-2.5	1.5	2.3	2.9	2.5	4.7	0.0	1.8	
Bien non durables	3.0	-0.5	2.2	1.2	-0.2	0.4	0.7	-0.2	0.5	2.0	2.4	2.4	2.4	0.5	1.0	
Services	3.1	2.3	2.8	2.8	3.1	2.8	4.4	0.5	1.4	3.3	3.1	3.0	2.8	2.9	2.3	
Dépenses publiques	-0.5	4.1	3.8	2.0	2.1	0.8	2.1	0.7	1.1	0.7	0.8	1.5	2.0	2.0	1.0	
Investissement des entreprises	-4.4	3.1	-0.7	-4.0	-6.9	-6.8	-6.5	-1.0	1.2	3.9	4.6	4.4	-2.9	-4.8	0.3	
Construction résidentielle	-16.3	-11.8	-20.5	-25.2	-24.6	-22.5	-11.0	-5.5	0.7	2.0	3.0	1.5	-17.0	-20.5	-3.1	
Structures non résidentielles	6.4	26.2	16.4	12.4	1.2	-8.0	-7.0	-4.0	0.5	3.5	3.0	3.5	12.9	3.0	-0.8	
Machines et matériel	0.3	4.7	6.2	3.1	0.2	1.0	-4.6	1.5	1.4	4.5	5.4	5.5	1.3	1.2	2.0	
Demande intérieure finale	1.7	2.1	2.5	1.3	0.1	0.1	2.1	-0.1	1.1	2.6	2.8	2.8	1.8	0.9	1.5	
Exportations	1.1	7.5	19.1	6.5	5.4	3.4	7.0	5.2	4.5	3.5	5.5	5.8	8.1	6.9	4.9	
Importations	3.9	-2.7	4.3	-1.4	-0.7	3.2	4.0	1.5	2.8	2.0	2.6	3.0	1.9	0.9	2.5	
Stocks (var. en G \$)	0.1	5.8	30.6	-18.3	-19.6	-11.0	-17.5	2.5	9.5	12.0	8.0	5.0	4.6	-12.1	8.6	
<b>Produit intérieur brut réel</b>	<b>0.6</b>	<b>3.8</b>	<b>4.9</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.1</b>	<b>2.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	

### Autres indicateurs

Activité et main-d'œuvre															
Productivité*	0.2	0.7	1.8	1.5	2.0	1.5	1.1	1.5	1.5	1.9	1.7	1.8	1.1	1.5	1.7
Bénéfices des sociétés avant impôt**	4.3	4.8	1.5	5.1	-4.4	-5.0	1.6	0.2	2.0	2.2	3.3	6.0	3.9	-1.8	3.4
Taux de chômage (%)	4.5	4.5	4.7	4.8	4.9	5.3	5.5	5.7	5.8	5.8	5.7	5.7	4.6	5.4	5.8
Inflation															
IPC global (a/a%)	2.4	2.7	2.4	4.0	4.1	4.2	4.1	3.7	3.2	2.2	2.2	2.2	2.9	4.0	2.4
IPC de base (a/a%)	2.6	2.3	2.2	2.3	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2
Commerce extérieur															
Solde du compte courant (G \$)	-793	-760	-710	-692	-724	-765	-752	-741	-716	-713	-705	-698	-739	-746	-708
Pourcentage du PIB	-5.9	-5.5	-5.1	-4.9	-5.1	-5.3	-5.2	-5.1	-4.9	-4.8	-4.7	-4.6	-5.3	-5.2	-4.7
Mises en chantier domiciliaires (mil)	1.45	1.46	1.30	1.15	1.04	0.95	0.90	0.88	0.90	0.95	1.00	1.10	1.34	0.94	0.99
Ventes de véhicules automobiles (mil)	16.4	16.0	15.9	16.1	15.2	14.5	15.1	14.8	14.9	15.2	15.4	15.7	16.1	14.9	15.3

\*La productivité est calculée en divisant le PIB réel global par l'emploi.

\*\*Variation a/a (%)

Source: Bureau of Economic Analysis, prévisions de Recherche économique RBC

## Détail des prévisions des marchés financiers

### Taux d'intérêt

Pourcentage, à la fin de période

	Chiffres réels						Prévision						Réels		Prévision	
	T1/07	T2/07	T3/07	T4/07	T1/08	T2/08	T3/08	T4/08	T1/09	T2/09	T3/09	T4/09	2007	2008	2009	
<b>Canada</b>																
Taux à un jour	4.25	4.25	4.50	4.25	3.50	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.50	4.25	3.00	3.50	
Bons du Trésor 3 mois	4.17	4.43	3.97	3.84	1.88	2.50	2.70	2.80	2.85	3.50	3.65	3.75	3.84	2.80	3.75	
Obligations Canada 2 ans	3.98	4.61	4.12	3.74	2.55	3.22	3.50	3.60	3.70	3.75	3.80	3.80	3.74	3.60	3.80	
Obligations Canada 5 ans	4.02	4.58	4.24	3.87	2.89	3.43	3.65	3.70	3.75	3.85	4.00	4.10	3.87	3.70	4.10	
Obligations Canada 10 ans	4.13	4.59	4.35	3.99	3.42	3.71	3.90	4.00	4.20	4.25	4.30	4.40	3.99	4.00	4.40	
Obligations Canada 30 ans	4.21	4.51	4.44	4.08	3.94	4.06	4.30	4.40	4.60	4.55	4.55	4.65	4.08	4.40	4.65	
Courbe de taux (2 -10)	15	-2	23	25	87	48	40	40	50	50	50	60	25	40	60	
<b>États-Unis</b>																
Taux des fonds fédéraux	5.25	5.25	4.75	4.25	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.75	4.25	2.00	2.75	
Bons du Trésor 3 mois	4.92	4.69	3.64	3.10	1.30	1.68	2.00	2.10	2.25	2.35	2.50	2.80	3.10	2.10	2.80	
Obligations 2 ans	4.60	4.93	3.94	3.08	1.62	2.64	2.90	2.75	2.65	2.85	3.05	3.50	3.08	2.75	3.50	
Obligations 5 ans	4.55	4.97	4.19	3.46	2.46	3.33	3.60	3.60	3.50	3.60	3.90	4.25	3.46	3.60	4.25	
Obligations 10 ans	4.65	5.06	4.53	4.03	3.42	3.96	4.30	4.50	4.60	4.70	4.50	4.55	4.03	4.50	4.55	
Obligations 30 ans	4.83	5.16	4.79	4.46	4.30	4.51	4.90	5.10	5.20	5.25	5.05	5.05	4.46	5.10	5.05	
Courbe de taux (2-10)	4	14	60	95	180	132	140	175	195	185	145	105	95	175	105	
<b>Écarts de taux</b>																
Bons du Trésor 3 mois	-0.75	-0.26	0.34	0.75	0.58	0.83	0.70	0.70	0.60	1.15	1.15	0.95	0.75	0.70	0.95	
2 ans	-0.62	-0.32	0.18	0.65	0.93	0.58	0.60	0.85	1.05	0.90	0.75	0.30	0.65	0.85	0.30	
5 ans	-0.53	-0.39	0.06	0.41	0.42	0.10	0.05	0.10	0.25	0.25	0.10	-0.15	0.41	0.10	-0.15	
10 ans	-0.52	-0.47	-0.18	-0.04	0.00	-0.26	-0.40	-0.50	-0.40	-0.45	-0.20	-0.15	-0.04	-0.50	-0.15	
30 ans	-0.63	-0.65	-0.35	-0.39	-0.36	-0.45	-0.60	-0.70	-0.60	-0.70	-0.50	-0.40	-0.39	-0.70	-0.40	

### Taux de change

Pourcentage, à la fin de période.

	Chiffres réels						Prévision						Réels		Prévision	
	T1/07	T2/07	T3/07	T4/07	T1/08	T2/08	T3/08	T4/08	T1/09	T2/09	T3/09	T4/09	2007	2008	2009	
Dollar australien	0.81	0.85	0.89	0.88	0.91	0.97	1.02	1.00	0.97	0.96	0.95	0.92	0.88	1.00	0.92	
Dollar canadien	1.15	1.07	0.99	1.00	1.03	1.02	1.03	1.06	1.08	1.10	1.12	1.13	1.00	1.06	1.13	
Renminbi chinois	7.73	7.61	7.51	7.30	7.01	6.80	6.60	6.50	6.45	6.40	6.35	6.30	7.30	6.50	6.30	
Euro	1.34	1.35	1.43	1.46	1.58	1.50	1.50	1.38	1.36	1.34	1.32	1.30	1.46	1.38	1.30	
Yen japonais	118	123	115	112	100	107	109	110	111	112	112	112	112	110	112	
Peso mexicain	11.04	10.81	10.94	10.91	10.64	10.40	10.75	10.85	11.10	11.20	11.35	11.30	10.91	10.85	11.30	
Dollar néo-zélandais	0.71	0.77	0.76	0.77	0.79	0.77	0.73	0.69	0.67	0.66	0.66	0.65	0.77	0.69	0.65	
Livre sterling	1.97	2.01	2.05	1.98	1.98	1.88	1.84	1.73	1.74	1.74	1.74	1.73	1.98	1.73	1.73	

Source: Banque du Canada, Federal Reserve Board, Reuters, prévisions du Recherche économique RBC

Le contenu de ce rapport est la propriété de la Banque Royal du Canada et ne peut être reproduit d'aucune manière, en tout ou en partie, sans l'autorisation expresse écrite du titulaire du droit d'auteur. Les informations et statistiques contenues dans les présentes ont été préparées par la Recherche économique RBC sur la base de renseignements provenant de sources jugées fiables. Nous ne faisons aucune déclaration ni ne donnons aucune garantie, expresse ou implicite, concernant leur précision ou leur exhaustivité. Cette publication est destinée à l'information des investisseurs et du monde des affaires et ne constitue pas une offre de vente ni une sollicitation visant l'achat de valeurs mobilières.