



# PERSPECTIVE

Craig Alexander

Premier vice-président et économiste en chef  
Groupe Banque TD

## FAIRE FACE AUX INÉVITABLES CONSÉQUENCES

Apparemment, la volatilité des marchés financiers dominera encore l'actualité au cours des prochains mois, et les risques d'une nouvelle récession des pays avancés se sont intensifiés. La crise financière européenne s'est déjà transformée en crise économique, et elle menace de s'étendre à la planète. Les marchés obligataires tiennent déjà compte de la possibilité d'une forte récession. Pendant ce temps, les marchés d'actions semblent moins convaincus, les fluctuations extrêmes faisant écho à la bataille continue que se livrent pessimistes et optimistes. Le temps finira par nous dire quel marché aura eu finalement raison.

### Le spectre du risque financier

Tous les regards sont tournés vers l'Europe. Les gouvernements des pays de la zone euro réussiront-ils à surmonter l'insolvabilité et l'inévitable défaut de remboursement de la dette de la Grèce tout en évitant une contagion d'autres États et une crise bancaire paneuropéenne? À l'occasion des récentes rencontres du G20, l'Europe a finalement compris qu'elle devait agir avec résolution. Des mesures rigoureuses sont en gestation. Toutefois, comme c'était le cas pour le dernier train de mesures annoncé à la mi-juillet, la question est de savoir si les 17 États de la zone euro parviendront à faire voter et à mettre en œuvre les engagements à temps. Tout est dans la manière de procéder. On ne peut affirmer avec assurance que le Fonds européen de stabilité financière (FESF) donnera les résultats escomptés, à cause de sa déficience structurelle. Augmenter le FESF grèverait implicitement davantage le budget des autres États centraux, dont la capacité financière pourrait être remise en question. La Grèce recevra fort probablement la prochaine tranche d'aide pour son sauvetage financier, ce qui lui permettra d'éviter un défaut de paiement en octobre, mais qui ne fera que reporter l'échéance à la mi-décembre, à la nouvelle évaluation de sa situation financière. Il en ressort surtout que la crise financière européenne ne se résorbera pas à court terme. Même l'intégration financière et l'émission conjointe d'obligations européennes ne sont pas arrivées à faire disparaître les problèmes fondamentaux à l'origine de la crise de la zone euro, à savoir la lourdeur excessive de la dette publique et de la dette privée, ainsi que des perspectives de croissance économique très médiocres.

Bien que ce soit l'Europe qui ait récemment dominé l'ordre du jour boursier et financier, ce n'est qu'une question de temps avant que les projecteurs se braquent à nouveau sur les États-Unis et leurs risques financiers et politiques. Dans le cadre de l'accord sur le relèvement du plafond de la dette, un comité restreint conjoint a été mis sur pied. Il est chargé de dégager 1,5 billion de dollars en assainissant les finances publiques au cours des dix prochaines années. Il doit parvenir à un accord d'ici le 23 novembre de cette année, à défaut de quoi il appliquera automatiquement des réductions de dépenses susceptibles de mettre en danger la relance économique. Dans le contexte



politique actuel, les chances de parvenir à un compromis semblent extrêmement faibles. Ne nous y trompons pas, les États-Unis sont solvables. Reste à savoir si les marchés le comprendront et s'ils sont conscients que le pays dispose du temps et des ressources nécessaires pour venir à bout du déséquilibre budgétaire. Jusqu'ici, le faible rendement persistant des obligations indique que les marchés des titres à revenu fixe permettent aux États-Unis de gagner du temps, sauf que les marchés n'attendent pas indéfiniment l'arrivée d'un plan de stabilisation à moyen terme.

Cette incertitude pèse de tout son poids sur la confiance des consommateurs et des entreprises. Les dirigeants politiques se plaignent que les entreprises thésaurisent au lieu d'alimenter la croissance économique. Toutefois, cette décision est tout à fait rationnelle. Les entreprises ont toujours présumé que le rôle des autorités était de préserver la macroéconomie en cas d'événement extrêmement fâcheux. Les mesures budgétaires et monétaires sont actuellement perçues comme des incitations à la dépense. De plus, il est impossible de connaître à quel point a été entamée la volonté des consommateurs de dépenser.

### **Il est essentiel de comprendre l'origine de la situation**

Pour plusieurs, la conjoncture actuelle est une grande source de confusion et de contrariété. Comment se fait-il que les pays avancés soient à la veille de connaître une autre récession après celle de 2008-2009? En réalité, l'histoire retiendra que la crise financière ne s'est pas encore vraiment terminée. Elle s'est simplement poursuivie dans un contexte de croissance économique positive. Le fait que la croissance économique n'ait pas évolué à un rythme suffisant pour faire diminuer le chômage de manière importante est effectivement un signe que le processus de désendettement était loin d'avoir pris fin aux États-Unis et dans certaines régions d'Europe.

Pour bien saisir la situation, il faut en envisager les prémisses sous un grand angle. Les économies passent par des fluctuations régulières – récessions, reprises et expansions. À la phase d'expansion, les déséquilibres se forment. À un moment donné arrive un choc qui cause une récession. L'économie se contracte alors, permettant d'éliminer les surplus et de créer une demande comprimée, demande qui se débride ensuite lorsque l'économie se redresse.

Dans les années 1990 et au début des années 2000, les pays avancés ont connu un phénomène qu'on a fini par nommer la Grande Modération. Il semble que les cycles économiques étaient devenus moins prononcés. Les récessions étaient moins fréquentes. Et moins graves aussi. L'inflation s'est affaiblie et s'est stabilisée – comme l'ont fait les taux d'intérêt. On avait le sentiment que la politique monétaire arrivait plus efficacement à limiter les dégâts des contractions économiques.

Pendant ce temps s'est opérée une grande libéralisation du système financier mondial au même moment que survenait une révolution des technologies de l'information, ce qui a permis de faire des innovations spectaculaires en matière de produits financiers, comme les instruments financiers dérivés complexes.

La situation a donné lieu à une forte progression des prêts consentis, particulièrement aux États-Unis et en Europe. Les prêts étaient consentis trop facilement et à des coûts trop faibles. Ménages et institutions financières sont devenus trop endettés. Alors que les fonds s'employaient à fournir des rendements intéressants, les actifs, notamment immobiliers, sont devenus incroyablement surévalués dans beaucoup de pays. Ménages, entreprises, intermédiaires financiers et investisseurs se sont mis à sous-estimer les risques.

Quand la Grande Modération s'est installée, c'est que l'ampleur des déséquilibres sous-jacents était devenue démesurée, puisque l'augmentation des prêts et des dettes qui a sorti l'économie



---

de chacune des périodes de morosité et qui a supprimé la volatilité macroéconomique ne pouvait pas durer toujours, par essence. Elle a été artisan de la destruction.

Il était évident que tôt ou tard il fallait faire face aux inévitables conséquences. Le processus de désendettement a commencé lorsqu'a éclaté la bulle immobilière américaine en 2007. Il s'est accéléré en 2008 avec l'arrivée de la crise financière. Cependant, pour mettre fin aux déséquilibres, il a fallu procéder à des ajustements spectaculaires, environ de l'ampleur d'une dépression. Malgré cette prise de conscience de la part des autorités en 2008, les répercussions des ajustements étaient simplement inacceptables. En réaction, une politique monétaire et budgétaire coordonnée d'une énorme envergure s'en est suivie.

Cette mesure incitative avait réussi à limiter l'envergure de la contraction, et la croissance économique reprenait au milieu de 2009. En limitant l'ampleur et la progression du désendettement des ménages, les autorités se sont trouvées à prolonger la période d'ajustement. L'incapacité des États-Unis à régler la problématique structurelle des millions de saisies immobilières en témoigne. Laisser le malheur se répandre était justifié d'un point de vue social, alors qu'un taux de chômage élevé à deux chiffres était évité. Toutefois, qui dit ajustement plus lent dit reprise économique plus lente. Et, à bien des égards, le problème de l'épargne insuffisante des ménages s'est transformé en problème de l'épargne insuffisante des gouvernements.

Le nécessaire désendettement a rendu la politique monétaire moins efficace. Bon nombre des pays avancés sont donc pris dans un piège à liquidités. La faiblesse des taux d'intérêt et d'autres mesures stimulant les emprunts ne parviendront simplement pas à alimenter de manière importante la demande aux États-Unis et en Europe tant que les dettes ne seront pas ramenées à un niveau raisonnable.

### **La décennie perdue des États-Unis et de l'Europe**

Alors, quelle orientation prennent les pays avancés? Leur économie devrait connaître, selon le meilleur scénario, une croissance lente et fragile mais constante. En Europe, le plus important consiste à empêcher que le problème grec ne se propage à d'autres pays et à recapitaliser le système bancaire. Aux États-Unis, les autorités doivent voir à accélérer le désendettement du secteur privé et particulièrement à composer avec le problème des saisies. C'est seulement alors que la demande du secteur privé pourra être rétablie. Certaines mesures d'encouragement financier additionnelles à court terme pourraient faire l'affaire, dans la mesure où elles visent à régler les problèmes structurels actuels et qu'elles sont accompagnées d'un plan de rééquilibrage budgétaire à moyen terme. L'application immédiate d'importantes réductions budgétaires poserait d'énormes risques. Il serait préférable que le rééquilibrage budgétaire s'opère au cours de la décennie à venir, plutôt que dans les deux prochaines années. Finalement, ce contexte économique et budgétaire suppose que la croissance économique sera lente et que les autorités devront réduire considérablement les taux d'intérêt et déployer des efforts répétés pour stimuler l'inflation dans un contexte de fort chômage, et ce, pour une période prolongée. Autrement dit, le scénario ressemblera en plusieurs points à la décennie perdue du Japon.

Le pragmatisme est toutefois de mise. Le scénario exposé ci-dessus risque d'être trop exigeant. Les mesures nécessaires ont un caractère vraiment exceptionnel, et les dirigeants d'aujourd'hui n'ont pas traversé les temps économiquement difficiles des années 1920 aux années 1940. Ils n'ont pas connu de dépression économique et ne peuvent donc prendre la pleine mesure de ce qu'elle comporte. Par ailleurs, les gouvernements sont redevables envers leurs citoyens, dont une partie



---

importante ne peut saisir pleinement l'ampleur des défis d'aujourd'hui. Des citoyens qui n'ont pas été informés du parcours à venir. Par conséquent, il s'avère très difficile pour les autorités d'obtenir l'adhésion à leurs douloureuses mais nécessaires mesures. De plus, les investisseurs actuels cherchent la baguette magique qui ferait disparaître les problèmes. Une telle baguette n'existe pas. Il est déraisonnable pour les marchés de faire pression en faveur de mesures d'austérité budgétaire et d'une amélioration de la croissance économique. Il est tout aussi irréaliste de s'attendre à ce qu'un accroissement des mesures de stimulation monétaire change les perspectives de manière importante. Que les dirigeants, les citoyens et les investisseurs ne puissent saisir pleinement toutes les conséquences de la conjoncture qui prévaut est peut-être un signe que l'économie des pays avancés risque de faire marche arrière un certain temps. En d'autres termes, pour faire progresser la situation, il serait peut-être nécessaire que les États-Unis et l'Europe soient encore confrontés à une crise financière et à un affaiblissement de leur économie.

Ce qu'il faut retenir, c'est qu'un terme sera mis aux déséquilibres créés dans les années 1990 et 2000. Pour ce faire, il faudra beaucoup de temps, beaucoup d'efforts et des politiques inédites. Même si la croissance économique se maintient, un climat de récession persistera aux États-Unis et en Europe jusqu'à ce que le processus de désendettement des secteurs privé et public soit presque accompli dans quelques années.

**Craig Alexander**  
**416-982-8064**  
**[craig.alexander@td.com](mailto:craig.alexander@td.com)**

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD à l'intention des clients du Groupe Banque TD. Il est produit à titre informatif seulement et peut ne pas convenir à d'autres fins. Il ne vise pas à communiquer de renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans le rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, le rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs et sont sujettes à des risques inhérents et à une incertitude. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et divisions apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.

