



# PERSPECTIVE

Craig Alexander

Premier vice-président et économiste en chef  
Groupe Banque TD

---

## LE RISQUE CONJONCTUREL MENACE DE PROLONGER LA PÉRIODE DE VOLATILITÉ

Ces derniers mois, il fallait aux détenteurs de placements en actions des nerfs solides pour faire face à la volatilité débridée des marchés boursiers mondiaux. Malheureusement, il leur faudra sans doute aussi un bon flacon d'aspirines, puisque les risques à l'origine des récentes turbulences boursières ne sont pas prêts de se dissiper. Cela dit, nous entrevoyons un climat de croissance modeste pour l'ensemble de l'économie mondiale en 2012 et une relative attractivité des actions en raison de la faiblesse des taux d'intérêt qui devrait se maintenir pour quelque temps encore et se traduire par des rendements modestes pour les liquidités et les obligations.

La volatilité récente découle entièrement de la crise de confiance qui mine les marchés et qui est attribuable à trois causes : 1) les inquiétudes quant à la capacité des gouvernements européens de composer avec la crise financière en cours, 2) les préoccupations à propos de la capacité des États-Unis de composer avec leur propre situation financière et 3) les doutes quant au caractère durable de la reprise dans les économies avancées. Il est à déplorer qu'aucune de ces craintes ne saura être facilement apaisée à court terme. En effet, les problèmes financiers des États-Unis et de l'Europe devraient se poursuivre à moyen terme, et il faudra quelques mois pour que des données économiques probantes illustrent la réaction des économies avancées, les États-Unis au premier chef, à la crise de confiance qui plombe les marchés depuis août.

La première crise de confiance tourne autour de la question de savoir si les dirigeants européens réussiront à régler l'insolvabilité et l'inévitable défaut de paiement de la Grèce sans entraîner une contagion qui se répande à d'autres pays ni une crise bancaire paneuropéenne. Vu les interconnexions du système financier mondial, les conséquences seraient graves. En mars 2011, à titre d'exemple, les banques américaines étaient exposées à la dette européenne à hauteur de 1,4 billion de dollars en chiffres estimatifs. Tant qu'elle ne sera pas résolue, et la solution ne viendra pas à court terme, la crise de la dette souveraine européenne ralentit la croissance. Selon nous, la zone euro tombera en récession technique au troisième et au quatrième trimestre de cette année, et la progression du PIB réel demeurera inférieure à 1 % en 2012. Cette croissance décevante devrait inciter la Banque centrale européenne à annuler les hausses de taux d'intérêt enregistrées plus tôt cette année.

L'Europe a dominé l'actualité plus récemment, mais ce n'est qu'une question de temps avant que la deuxième crise de confiance, autour de la situation financière américaine, ne revienne hanter les marchés. Dans le cadre d'un accord sur le relèvement du plafond de la dette conclu in extremis cet été, un comité restreint conjoint a dorénavant l'obligation de dégager 1,5 billion de dollars en économies budgétaires au cours des dix prochaines années, à compter du 23 novembre, ou de pratiquer automatiquement dans les dépenses des compressions susceptibles de menacer la reprise économique. Déjà en cours, les préparatifs des politiciens en vue de la prochaine élec-



tion réduisent considérablement la possibilité d'un compromis, et le jeu des politiciens dans la capitale des États-Unis risque fortement d'aggraver l'incertitude des marchés. La capacité du pays à remplir ses obligations au titre du service de la dette n'est pas remise en question, et la faiblesse actuelle du rendement des obligations fait en sorte que les marchés tournent le dos aux États-Unis pour le moment. En attendant un plan de stabilisation de la dette à moyen terme, la patience des acheteurs de bons du Trésor a tout de même des limites.

Les craintes d'un essoufflement de la reprise en cours, nourries notamment par une croissance nord-américaine plus faible que prévu, sont propices à des pratiques de faibles taux d'intérêt pour une période prolongée tant aux États-Unis qu'au Canada. La Réserve fédérale américaine s'est engagée sous condition à ne pas modifier sa politique de taux avant au moins la mi-2013 et a déjà pris des mesures pour vendre des titres d'État à court terme et acquérir des titres à long terme afin de préserver la faiblesse des taux d'intérêt à long terme. Compte tenu de l'absence d'intervention de la Fed, la Banque du Canada n'augmentera pas, selon nous, les taux d'intérêt avant au moins le début de 2013. Les perspectives d'une croissance économique revues à la baisse ont également fait reculer le rendement des obligations, dont les cours prennent en compte un lourd ralentissement économique. Si ces craintes ne s'avéraient finalement pas, les rendements obligataires marqueraient à nouveau des gains, quoique de faible ampleur.

Qu'en est-il des actions? La volatilité extrême semble rendre compte de la divergence des points de vue entre, d'une part, les pessimistes qui croient à l'imminence d'un lourd ralentissement, sens dans lequel semble s'orienter le cours du marché obligataire, et, d'autre part, les investisseurs qui recherchent la valeur, attirés par les occasions d'achat découlant de la baisse des cours. À court terme, nous pourrions assister à une vente d'actions en quantités encore plus importantes, surtout si l'une ou l'autre des craintes d'une contraction renouvelée de l'économie se réalisait. Toutefois, en cas de faiblesse prolongée des taux d'intérêt et de la croissance des économies avancées, comme nous le prévoyons, ce scénario est plutôt positif pour les actions, car les sociétés enregistreraient tout de même une croissance modérée de leurs bénéfices malgré une croissance économique modeste.

Par ailleurs, l'application d'une politique monétaire très accommodante signifie que les liquidités donneront un rendement inférieur au taux d'inflation et que le rendement des obligations ne dépassera que légèrement l'inflation, une hypothèse qui rend les actions relativement plus attractives. Du reste, dans la conjoncture actuelle, les actions à dividende élevé ont vraiment la cote.

Pour ce qui est des produits de base, malgré un recul de leurs cours depuis les sommets atteints au printemps dernier, ils devraient être encore portés par la croissance des marchés émergents. Voilà qui augure bien pour les économies fondées sur les ressources, comme c'est le cas du Canada. Depuis le rythme qu'ils avaient connu auparavant au cours de la reprise économique, les marchés émergents ont perdu de leur vigueur, quoiqu'ils continuent d'être la locomotive de l'économie mondiale. En 2012, la croissance mondiale continuera de provenir principalement de l'Asie.

Un des facteurs clés de l'économie canadienne, ouverte et de petite taille, est le sort réservé au dollar canadien. La récente recherche de sécurité sur les marchés des devises motivée par toute l'incertitude économique qui règne a joué contre le huard, aspiré par un plongeon vertigineux. Toutefois, dans l'éventualité où les pires craintes des marchés s'aplaniraient, nous assisterions à un retour du dollar canadien au-delà de la parité l'an prochain. C'est là une réalité à ne pas négliger par les investisseurs qui lorgnent du côté de l'étranger.

En 2012, les Services économiques TD prévoient un contexte de croissance macroéconomique



---

modeste et de faibles taux d'intérêt, ce qui avantagera les actions, particulièrement celles qui rapportent un dividende élevé. Les investisseurs intéressés par les actions devront toutefois se préparer à des turbulences, vu la menace exceptionnellement lourde des risques qui pèsent sur le contexte actuel. Les marchés se placeront dans une expectative nerveuse, le temps que l'Europe parvienne à mater son actuelle crise de la dette souveraine au cours de l'année prochaine. La situation financière des États-Unis pourrait secouer les marchés, à la suite d'une éventuelle réapparition de profondes dissensions politiques en réaction à tout plan à moyen terme visant un rééquilibrage budgétaire. Les places boursières attendent avec inquiétude de voir si la crise de confiance des marchés financiers qui s'est déclenchée cet été fera à nouveau basculer l'économie dans la récession. Nous en aurons une meilleure idée au moment de la publication, d'ici quelques mois, des données économiques du quatrième trimestre, données susceptibles de faire augmenter le risque de volatilité. Malheureusement, il y a peu de chance que le risque conjoncturel soit éliminé à court terme; la turbulence qui malmène les marchés boursiers se poursuivra jusqu'en 2012.

*Craig Alexander*  
*416-982-8064*  
*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.

