



# PERSPECTIVE

Craig Alexander

Premier vice-président et économiste en chef  
Groupe Banque TD

## LA LOCOMOTIVE EUROPÉENNE, QUI RISQUE ENCORE DE DÉRAILLER, AVANCE TANT BIEN QUE MAL

La crise de la dette européenne semble être animée par une énergie sans fin. Elle dure, dure et dure. Les événements en Europe accaparent les marchés financiers, ce qui est tout à fait normal. En effet, si l'Europe n'avait plus la situation en main, il s'ensuivrait un défaut de paiement de certains pays susceptible d'acculer des banques européennes à la faillite, éventuel préambule d'une crise financière mondiale presque pareille, voire pire, que celle de fin 2008. L'ampleur des événements mérite que nous fassions le point. Deux phénomènes clés se sont manifestés en Europe.

D'abord, le risque de contagion a augmenté. Tandis que les marchés, prêts à faire face à un défaut de paiement méthodique de la Grèce, s'inquiétaient d'éventuels problèmes liés à la dette de plusieurs petites et moyennes économies, les préoccupations quant à la viabilité de la dette italienne se sont intensifiées de façon notable fin octobre et début novembre. Dans la foulée, le rendement des obligations italiennes a franchi la barre des 7 %, niveau qui, s'il persistait un bon moment encore, serait financièrement intenable. Ne nous y méprenons pas, un défaut de paiement de la part de la Grèce serait gérable, au contraire d'un défaut de paiement de l'Italie. Troisième pays débiteur au monde, l'Italie a émis pour près de 2 200 milliards d'euros de titres d'emprunt encore en circulation. Comme on pouvait s'y attendre, les craintes d'une détérioration financière se répandent et contribuent à la volatilité débridée des marchés. La situation empirant, la nécessité d'une initiative politique visant à rétablir la confiance s'impose.

Le deuxième grand phénomène est un changement de dirigeants européens. Papandréou, le premier ministre de la Grèce, a été contraint de démissionner après avoir indiqué qu'il tiendrait un référendum afin de décider du maintien ou non du pays dans la zone euro. L'idée du référendum n'a pas plu au président de la France, Sarkozy, ni à la chancelière allemande, Merkel. Tous deux ont déclaré qu'ils n'octroieraient plus d'aide financière à un pays qui remet en question son appartenance à la zone euro. Les marchés spéculaient depuis un certain temps sur la sortie du pays de la zone euro, mais le fait que des dirigeants européens en ont évoqué la possibilité est signe de la gravité de la détérioration de la conjoncture. L'aggravation de la crise est aussi à l'origine de la démission de Berlusconi, premier ministre de l'Italie.

Somme toute, le changement de dirigeants a cela de bon que les nouveaux politiciens auront davantage les coudées franches pour poursuivre les réformes nécessaires. Les nouveaux dirigeants sont considérés comme des technocrates dont les antécédents permettent de croire qu'ils sauront mieux composer avec les enjeux financiers. Les perspectives demeurent incertaines, toutefois, étant donné notamment que les citoyens des pays concernés risquent de ne pas appuyer les réformes économiques et les mesures d'austérité financière nécessaires.

Un changement est également survenu à la tête de la Banque centrale européenne (BCE), après les huit années du mandat de Jean-Claude Trichet révolues. Le nouveau gouverneur de la BCE, l'italien Draghi, est entré en fonction avec de nouvelles idées, surprenant même les marchés en



---

réduisant sans tarder les taux d'intérêt. Voilà une heureuse tournure des événements qui annule les effets d'une politique qui était erronée. Pendant de nombreux mois, la BCE a joué un rôle clé dans l'éloignement d'une catastrophe financière en acquérant des obligations d'État dont les taux d'intérêt augmentaient. Cependant, elle n'a pas assumé le rôle de « prêteur en dernier ressort » que d'aucuns l'appellent à jouer. Ce rôle sous-entend que la BCE pourrait enlever la pression exercée sur les gouvernements en s'engageant publiquement à acheter une quantité illimitée d'obligations des pays qui présentent un risque de défaut de paiement afin d'éviter justement que pareil défaut survienne. À titre d'exemple, l'offensive d'achat de la BCE, si celle-ci était disposée à la réaliser, pourrait faire descendre sous les 6 % les taux d'intérêt des obligations italiennes. Apparemment, le gouverneur Draghi n'a pas l'intention d'orienter les actions de la BCE dans ce sens.

Si une solution si simple existe, d'où vient la réticence de la BCE? Plusieurs raisons sont en cause. En premier lieu, si la BCE s'engageait à devenir le prêteur en dernier ressort, les politiciens des États financièrement fragiles cesseraient de se sentir pressés de mettre à exécution les douloureuses mais nécessaires réformes qui mèneraient au rétablissement de la santé financière et à l'amélioration de la compétitivité à long terme de leur pays. En deuxième lieu, la BCE pourrait s'acquitter de son rôle de prêteur en dernier ressort, qui consiste à fournir des liquidités au régime bancaire d'un pays affecté, si elle obtient des garanties de solvabilité du pays en question. Autrement dit, en cas de pertes financières subies par la BCE par suite de son intervention extraordinaire à l'occasion d'une crise, le marché s'attendrait à ce que l'État en défaut recapitalise sa dette. Toutefois, une banque centrale supranationale ne peut agir efficacement comme prêteur en dernier ressort pour des États lorsque c'est précisément leur solvabilité qui est mise en cause. En termes simples, dans l'éventualité de défauts de paiement en série de la part de pays européens, par quel mécanisme pourrait-on recapitaliser la BCE après qu'elle aura subi des pertes sur les obligations de pays européens qu'elle détient? Finalement, en troisième lieu, l'acquisition par la BCE de titres d'emprunt en quantité illimitée sous-entendrait qu'elle ferait fonctionner la planche à billets, au risque de créer un énorme problème d'inflation en aval.

La politique actuellement observée par la BCE vise donc à retirer de la pression sur les gouvernements par son acquisition de dettes, mais en quantité toutefois insuffisante pour renflouer entièrement les États concernés. Par ailleurs, la BCE adopte des mesures compensatoires visant à éliminer les répercussions de l'achat d'obligations sur l'inflation.

Les faits nouveaux ne laissent rien présager de la suite des événements en Europe. Un défaut de paiement de la Grèce est inévitable, c'est un fait déjà connu. Le mois dernier, le risque de contagion était source d'inquiétude, risque qui s'est de toute évidence intensifié depuis. Il semble toujours y avoir un manque d'initiative de la part des dirigeants européens. Les nouvelles politiques annoncées mi-juillet et fin octobre pour trouver une solution à la crise n'ont pas été mises en œuvre. Il y a urgence à réaliser des progrès en ce sens. Selon le scénario le plus probable, l'Europe continuera tant bien que mal à composer avec une crise financière qui perdurera. Bien que l'Italie ne puisse emprunter indéfiniment à des taux supérieurs à 7 %, les emprunts à contracter dans l'année qui vient n'empêcheront pas le pays d'honorer ses engagements financiers, si les taux demeurent à leurs niveaux actuels. Il n'est pas trop tard pour gérer le défaut de paiement de la Grèce, limiter la contagion et recapitaliser le système bancaire. Toutefois, le temps file, et il faut agir le plus tôt possible. Il est fort probable que la France assiste à un abaissement de sa cote de crédit. En vérité, les marchés financiers doivent finir par accepter que les dettes publiques de bon nombre de pays avancés ne sont plus à l'abri des risques. Apparemment, une certaine forme



---

d'union budgétaire et l'introduction d'euro-obligations pourraient venir à bout de la situation en Europe, mais ce ne sera pas pour demain. Si le régime politique était impuissant à mettre un terme à la crise et que la conjoncture venait à s'aggraver désespérément, la BCE interviendrait et agirait comme prêteur en dernier ressort. Voilà qui mettrait fin à la crise financière tout en créant une nouvelle série de problèmes économiques et financiers. Le spectre de la faillite qui menaçait les grandes banques menace dorénavant les grands pays. Force est de constater que la volatilité marquera le paysage financier encore et encore.

*Craig Alexander*  
*416-982-8064*  
*craig.alexander@td.com*

Le présent rapport est fourni par les Services économiques 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.

