



18 février 2015

## EN TERRITOIRE NÉGATIF

### *Les taux d'intérêt négatifs à l'européenne feront-ils le saut au Canada?*

#### Faits saillants

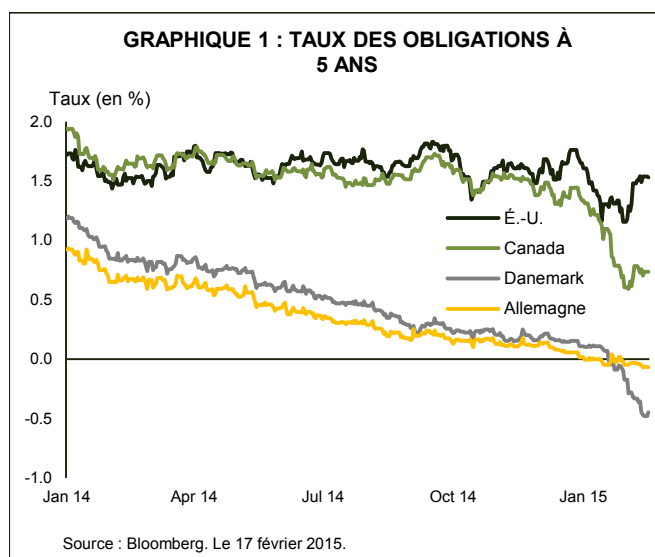
- Le renforcement des mesures de stimulation monétaire à l'échelle mondiale ainsi que la baisse des attentes d'inflation ont fait glisser les taux obligataires jusqu'à des creux historiques. Ces taux sont même négatifs dans de nombreux marchés européens.
- Les raisons qui pousseraient les investisseurs à acheter des placements dont les rendements sont vraisemblablement négatifs comprennent : la recherche de sécurité, la crainte d'une déflation, la prédiction d'une baisse accrue des taux ou d'une appréciation des devises, et des contraintes politiques qui favoriseraient les titres à revenu fixe. Bien que la plupart de ces conditions prévalent en Europe, elles ne s'appliquent majoritairement pas au Canada.
- Les Services économiques TD prévoient une nouvelle baisse de taux de 25 points de base le 4 mars, ce qui porterait le taux du financement à un jour à 0,50 %. Toutefois, compte tenu de la différence des données économiques fondamentales entre le Canada et l'Europe, il est peu probable que les taux du marché canadien passent en territoire négatif, sauf dans l'éventualité d'une récession.

Depuis la fin de la récession, les économistes ont continuellement prédit, à tort, une légère hausse des taux d'intérêt à l'échelle canadienne et mondiale. À l'inverse, les taux ont continué de diminuer en raison d'une croissance décevante dans plusieurs régions du monde, de l'aversion pour le risque et, plus récemment, de la chute des prix du pétrole brut et des craintes grandissantes d'une déflation. Par conséquent, de nombreuses banques centrales ont accéléré la mise en œuvre de leurs mesures de stimulation monétaire, ce qui a contribué à la baisse des taux jusqu'à des creux historiques (voir graphique 1).

Idée impensable il y a dix ans, les taux obligataires sont entrés en territoire négatif dans de nombreux pays européens dans le cas de dettes souveraines de premier rang et même d'obligations de sociétés de premier ordre. Compte tenu du niveau déjà très bas des taux d'intérêt au Canada et de l'intention affichée de la banque centrale de prendre les moyens nécessaires pour faire face à une détérioration éventuelle de la conjoncture économique, les investisseurs se demandent peut-être si le scénario européen se répétera de l'autre côté de l'Atlantique. En raison de la différence des données économiques fondamentales entre le Canada et l'Europe, il est peu probable que les taux du marché canadien passent en territoire négatif, sauf dans l'éventualité d'une récession.

#### La borne du zéro n'est plus!

En ce qui a trait aux taux obligataires, les taux européens sont



de loin les plus faibles! Cinq années de stagnation de la croissance économique et les craintes d'une déflation ont amené la Banque centrale européenne (BCE) à abaisser les taux d'intérêt à des niveaux extrêmement bas en juin, faisant notamment passer son taux de dépôt au-dessous de zéro. La BCE n'était cependant pas la première banque centrale à faire sauter la borne du zéro. En 2012, le Danemark a fait passer ses taux d'intérêt en territoire négatif pour continuer à arrimer sa monnaie à l'euro. La banque centrale suisse a fait passer son taux directeur sous la barre du zéro en décembre pour la même raison, avant de l'abaisser à -0,75 % au moment de décrocher le franc suisse. La Banque de Suède est la plus récente banque centrale à entrer en territoire négatif, en abaissant son taux de mise en pension à -0,10 %, en plus d'annoncer un assouplissement quantitatif. Voilà ce qu'il en est de la borne du zéro! Il n'y a pas si longtemps, la borne du zéro était utilisée pour justifier les achats fermes de titres dans le but d'exercer une pression à la baisse sur les taux d'intérêt à l'extrémité de la courbe.

Les banques centrales ont été les premières à ouvrir la porte aux taux négatifs, et l'anticipation d'un assouplissement quantitatif de la BCE a tiré les taux obligataires européens à plus long terme au-dessous de zéro. En Europe, des pays comme l'Allemagne, le Danemark, les Pays-Bas, la Suède, la Suisse et l'Autriche ont tous des taux négatifs pour les obligations ayant des échéances de cinq ans et moins – 13 ans et moins dans le cas de la Suisse. Les taux négatifs ne se limitent toutefois pas aux obligations d'État. En effet, les investisseurs doivent enregistrer une perte pour avoir le privilège d'accorder un prêt à des entreprises européennes prestigieuses comme BMW, LVMH, BP et Nestlé.

### La sécurité a un prix

En situation de taux négatifs, un investisseur recevra moins d'argent que ce qu'il a payé, même en tenant compte de l'intérêt perçu, s'il conserve l'obligation jusqu'à son échéance. Dans les faits, l'investisseur paie pour détenir l'obligation. Pourquoi alors un investisseur institutionnel réfléchi et averti achèterait-il une telle obligation? Plusieurs raisons ou conditions justifieraient l'achat d'obligations assorties de taux négatifs.

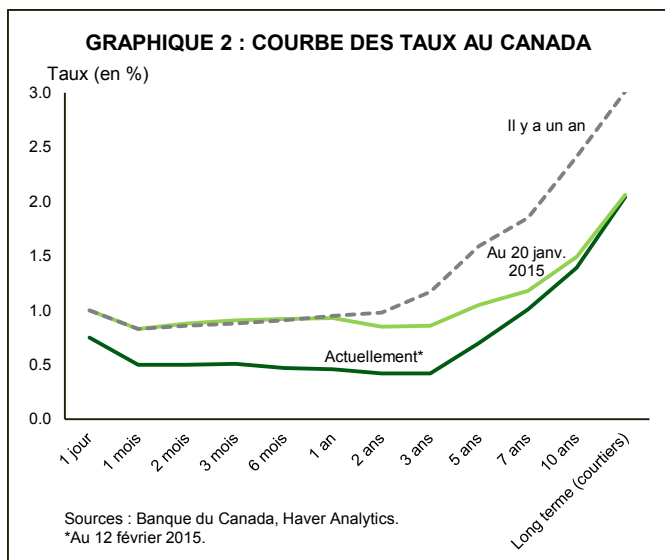
1. **Prudence, aversion pour le risque ou recherche de sécurité accrue** – Les investisseurs qui n'aiment vraiment pas le risque pourraient accepter un taux négatif pour conserver leur argent dans un titre de créance de premier rang relativement sûr. Autrement dit, un investisseur paie une « prime d'assurance » pour garder son

argent dans un titre de placement liquide et sûr, plutôt que de risquer de perdre beaucoup plus d'argent avec un placement alternatif.

2. **Déflation** – Qu'ils soient réels ou ajustés en fonction de l'inflation, les taux demeurent la priorité aux yeux des investisseurs; un taux nominal négatif pourrait donc être positif en termes réels. Une déflation n'entraîne cependant pas automatiquement des taux obligataires négatifs. Par exemple, le Japon a connu plusieurs périodes de déflation depuis plus d'une décennie et n'a pourtant eu que très récemment des taux négatifs sur certaines parties de la courbe.
3. **Spéculation sur l'ajout de mesures d'assouplissement monétaire** – Cette spéculation est liée aux craintes d'une déflation, car celles-ci pousseraient une banque centrale à renforcer ses mesures d'assouplissement. En termes simples, si un investisseur pense que les taux pourraient continuer de baisser à court terme, il pourrait réaliser un gain en capital en vendant le titre avant son échéance.
4. **Fluctuation des devises** – Lorsqu'un investisseur achète une obligation, il ne s'agit pas uniquement d'un pari sur la dette, mais également sur la devise dans laquelle elle est libellée. Même si un taux est très bas, un investisseur qui prévoit une appréciation de la devise du pays pourrait réaliser un gain avec une obligation, tant que la fluctuation de la devise compense le taux négatif.

Tableau 1 : Mesures de l'inflation par pays				
	Prévisions de l'inflation (au 9 févr. 2015)		Plus récentes mesures de l'inflation*	Taux neutre sur 10 ans**
	2015	2016		
<b>Canada</b>	<b>0.8</b>	<b>2.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>
É.-U.	0.3	2.2	0.8	1.7
R.-U.	1.6	2.4	0.5	2.4
Japon	0.9	1.2	2.4	0.9
<b>Zone euro</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.1</b>	<b>-0.6</b>	
Allemagne	0.3	1.6	-0.5	0.9
France	0.1	1.1	0.1	1.0
Danemark	0.8	1.5	0.1	
Suède	0.3	1.7	0.3	1.2
Suisse	-1.3	-0.1	-0.5	
Espagne	-0.9	1.1	-1.4	1.1
Grèce	-0.6	0.6	-2.5	

Source : Bloomberg. \*En décembre 2014 ou en janvier 2015.  
 \*\*Taux nominal d'une obligation d'État de 10 ans, moins le taux d'une obligation à rendement réel, au 17 février 2015.



5. **Contraintes politiques** – Certains investisseurs, comme les banques, les compagnies d’assurance et les caisses de retraite, doivent se conformer aux règles de répartition des actifs, ce qui les force à acheter des obligations, peu importe le coût.

Nombre de ces conditions s’appliquent à la situation actuelle en Europe. Nombreux sont ceux qui craignent que la Grèce soit forcée de quitter la zone euro (voir le texte [Greece Cannot Be Allowed to Leave the Euro](#)). À l’échelle de la zone euro, l’inflation est en territoire négatif, et certains pays en périphérie devraient connaître une déflation pour l’année entière (voir tableau 1). La BCE devrait lancer son programme d’achats fermes de titres en mars. Les investisseurs pourraient alors s’attendre à une croissance de la demande qui tirera les taux vers le bas et leur permettra de réaliser des gains sur les obligations. À tout le moins, les investisseurs savent que les achats à venir de la BCE donnent l’assurance que leurs obligations pourront être vendues.

**Le Canada et la zone euro, à un océan de distance**

Les taux de nombreuses obligations canadiennes sont à des niveaux historiquement bas. Alors que les taux des obligations à plus long terme ont plongé dans la dernière année en raison des fluctuations des marchés obligataires mondiaux, la baisse-surprise du taux directeur de la Banque du Canada le 21 janvier a accentué la descente des taux des obligations à court et à moyen terme (voir graphique 2). L’obligation du gouvernement du Canada à deux ans a commencé l’année à 1 % et est maintenant inférieure de plus de 50 points de base. L’obligation à cinq ans a connu le même sort. Que faudrait-il pour que les taux passent en territoire négatif?

Considérant la liste de conditions de la section précédente qui pourraient possiblement tirer les taux au-dessous de zéro, le Canada ne satisfait à aucune d’entre elles.

1. **Prudence, aversion pour le risque ou recherche de sécurité accrue** – Malgré sa cote AAA, la dette du gouvernement du Canada n’est pas une valeur refuge. Contrairement aux économies européennes relativement plus robustes, comme celle de l’Allemagne, qui bénéficient des mouvements vers les titres plus sûrs au sein de la zone euro, le marché de la dette du gouvernement canadien est trop petit pour représenter un refuge.
2. **Déflation** – L’économie canadienne est loin du scénario de déflation à l’européenne. Bien que les mesures économiques des attentes d’inflation aient reculé au cours des derniers mois, elles demeurent bien supérieures (de 70 à 90 points de base) à celles de pays de la zone euro, comme la France et l’Allemagne (voir tableau 1). Même si la chute des prix du pétrole fera baisser l’inflation globale au Canada et dans la zone euro, celle-ci part à un niveau d’inflation beaucoup plus bas. En baisse dans la zone euro, l’inflation de base n’était plus qu’à 0,6 % en janvier, en glissement annuel. Même si les définitions varient, l’inflation de base au Canada est récemment passée au-dessus de 2 %.
3. **Spéculation sur l’ajout de mesures d’assouplissement monétaire** – Le taux du financement à un jour de la Banque du Canada est toujours à 75 points de base, un niveau beaucoup plus élevé que celui du taux équivalent de la BCE, le taux de refinancement, qui est actuellement à 0,05 %. Le Canada dispose encore d’une marge de manœuvre suffisante pour abaisser les taux avant

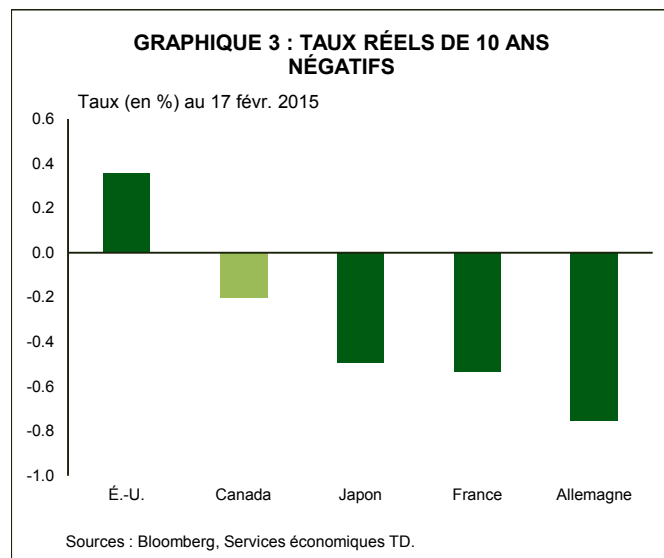


TABLEAU 2 : PERSPECTIVES DES TAUX D'INTÉRÊT AU CANADA

	2014				Prévisions 2015				Prévisions 2016			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>CANADA</b>												
Taux cible du financement à un jour	1.00	1.00	1.00	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00
Taux des bons du Trésor de trois mois	0.90	0.94	0.92	0.91	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.75	0.95
Taux des obligations d'État à 2 ans	1.07	1.10	1.13	1.01	0.50	0.55	0.60	0.85	1.05	1.20	1.35	1.65
Taux des obligations d'État à 5 ans	1.71	1.53	1.63	1.34	0.80	0.95	1.10	1.35	1.55	1.75	1.90	2.10
Taux des obligations d'État à 10 ans	2.46	2.24	2.15	1.79	1.35	1.65	1.70	1.90	2.05	2.20	2.30	2.40
Taux des obligations d'État à 30 ans	2.96	2.78	2.67	2.33	2.00	2.25	2.30	2.45	2.55	2.65	2.70	2.80
Écart entre les taux de 2 et de 10 ans	1.39	1.14	1.02	0.78	0.85	1.10	1.10	1.05	1.00	1.00	0.95	0.75

Prévisions du Groupe Banque TD en janvier 2015. Les prévisions visent la fin de chaque période. Sources : Bloomberg, Banque du Canada, Réserve fédérale.

qu'ils ne frôlent le zéro. Et bien que l'on s'attende à une autre baisse de taux de la Banque du Canada en mars, les marchés l'ont déjà largement anticipée. Les marchés estiment à environ 30 % la possibilité d'un troisième abaissement du taux plus tard cette année. Même un tel niveau de pessimisme des marchés quant à la politique monétaire n'a pas tiré les taux nominaux à court terme en territoire négatif. Si la Banque du Canada renforçait ses mesures d'assouplissement au-delà de nos attentes ou de celles du marché, il est possible que les taux canadiens glissent sous la barre du zéro. Or, avant qu'un tel scénario ne se produise, nous observerions probablement une détérioration inattendue et rapide des performances économiques du Canada, ce qui soulèverait des craintes quant à une déflation. Il ne s'agit certainement pas de notre scénario de base.

4. **Fluctuation des devises** – Puisque la plupart des marchés s'attendent à ce que le dollar canadien poursuive sa chute, il est peu probable que les investisseurs se tournent vers la dette canadienne pour réaliser des gains sur change. La TD s'attend à ce que le huard continue de battre en retraite pour s'établir autour de 0,75 \$ US dans les prochains trimestres, diminuant ainsi l'attrait pour les actifs libellés en dollar canadien.

5. **Contraintes politiques** – Nous ne croyons pas qu'il s'agira d'un problème important au Canada.

En ce qui concerne la probabilité d'une déflation au Canada, de façon plus générale, il est vrai que l'économie canadienne a été ébranlée par la chute des prix du pétrole (voir le texte [Updated Canadian Economic Forecast](#)). Toutefois, nos données économiques fondamentales sont sans aucun doute plus solides que celles de la zone euro et laissent entrevoir une meilleure croissance économique

à moyen terme. Si l'on prend d'abord les données à plus long terme, le premier facteur positif est la situation démographique. En effet, l'offre de main-d'œuvre au Canada devrait augmenter d'environ 0,6 % à moyen terme, tandis que celle de la zone euro devrait plutôt s'établir à près de 0,2 %, soit trois fois moins. Une plus forte croissance de l'offre de main-d'œuvre permet d'anticiper un meilleur scénario de croissance potentielle.

Non seulement le système financier canadien n'est pas confronté aux mêmes défis que la zone euro, mais le crédit y circule aussi plus librement. La dette du gouvernement canadien et la situation budgétaire globale au pays sont moins ardues qu'en Europe, où les facteurs défavorables découlant de l'austérité sont plus importants. Un autre avantage pour le Canada est que 75 % de ses exportations ont pour destination les États-Unis. L'économie américaine continue à croître, ce qui, conjugué à l'affaiblissement du dollar canadien, devrait doper les exportations canadiennes. En outre, l'économie canadienne est beaucoup plus diversifiée que celle d'autres pays producteurs de pétrole. Même si les contrecoups de la chute des prix du pétrole seront plus violents dans certaines parties du pays, il est peu probable que cela entraîne une récession.

Cela dit, les taux réels au Canada sont entrés en territoire négatif pour les obligations à plus long terme. Les taux réels à court et à moyen terme sont négatifs depuis un certain temps déjà, mais le taux de l'obligation à rendement réel de 10 ans était de -0,27 % au 12 février (il est passé au-dessous de zéro le jour où la Banque du Canada a abaissé son taux directeur). Les taux réels au Canada sont encore supérieurs à ceux que l'on trouve dans certains pays de la zone euro ou au Japon, mais contrastent tout de même avec les taux réels à plus long terme aux États-Unis, qui demeurent positifs (voir graphique 3).

## En conclusion

Il est peu probable que les conditions qui ont mené à des taux négatifs en Europe et, dans une moindre mesure, au Japon franchissent l'Atlantique. L'expérience européenne a fait voler en éclat l'idée reçue que zéro est le plus bas taux possible. Il est cependant fort peu probable que le Canada suive cette tendance. Si les conditions économiques se détériorent, la Banque du Canada pourrait encore facilement abaisser les taux tout en conservant son taux du financement à un jour en territoire positif. Nous anticipons une autre

baisse préventive de 25 points de base du taux directeur de la Banque du Canada en mars, et une remontée des taux des obligations d'État vers la mi-année (voir tableau 2). Nous prévoyons que les taux des obligations canadiennes à moyen terme resteront bas en termes historiques. Les marchés financiers sont mondiaux, et de nombreux facteurs qui ont influé sur les taux à l'étranger opéreront également au Canada. Nous continuons néanmoins de croire que les taux augmenteront au cours des deux prochaines années.

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à des fins informatives et éducatives seulement à la date de rédaction, et peut ne pas convenir à d'autres fins. Les points de vue et les opinions qui y sont exprimés peuvent changer en tout temps selon les conditions du marché ou autres, et les prévisions peuvent ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas servir de source de conseils ou de recommandations de placement, ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de vente de titres, et ne doit pas être considéré comme une source de conseils juridiques, fiscaux ou de placement précis. Il ne vise pas à communiquer des 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 ce rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, ce 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 et à des incertitudes intrinsèques. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et entités 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.