

Perspectives d'avenir



La zone sous zéro

Les politiques de taux d'intérêt négatifs freineront-elles la croissance économique?

En bref

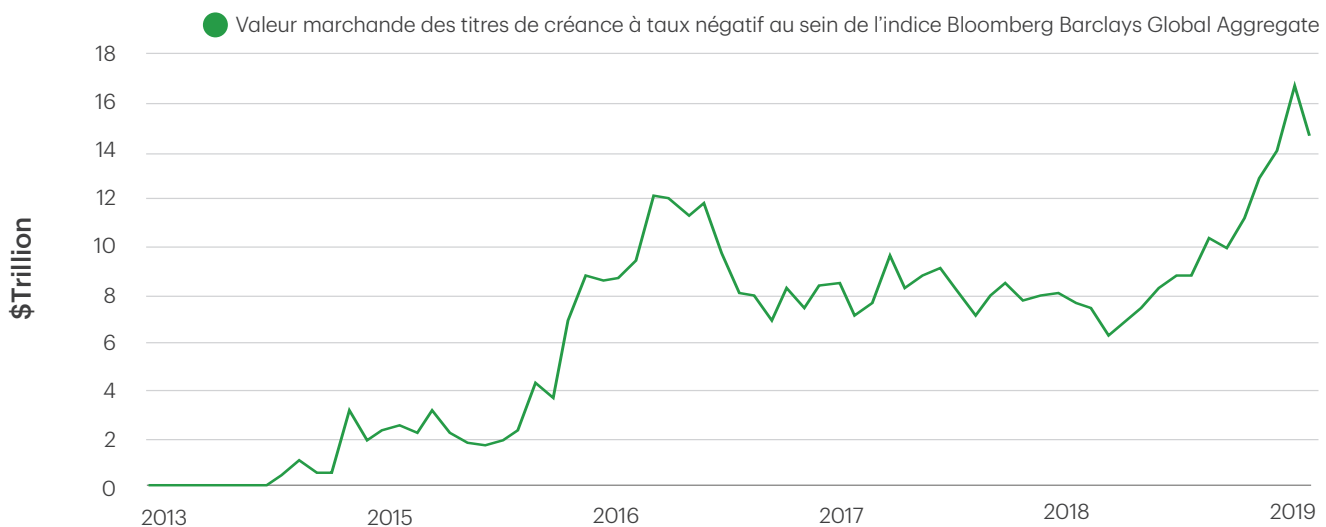
- **Les obligations à taux négatifs atteignent des sommets records à l'échelle mondiale.** Des obligations d'État souveraines d'une valeur d'environ 15 000 milliards de dollars affichent des taux négatifs, principalement en Europe et au Japon.
- **Il y a trois raisons pour lesquelles les politiques de taux d'intérêt négatifs des banques centrales pourraient ne pas être viables à long terme :**
 - 1 La faiblesse des taux pourrait obliger les investisseurs à épargner davantage pour atteindre leurs objectifs de placement.
 - 2 Les taux négatifs pourraient ne pas réussir à générer une hausse des dépenses d'investissement par les sociétés.
 - 3 Ces politiques peuvent miner la rentabilité du secteur bancaire.
- **Point de vue du Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD (CRAGP) :** Nous savons par expérience que les politiques de taux d'intérêt négatifs n'ont pas entraîné les niveaux élevés de croissance économique que les banques centrales s'efforcent d'obtenir. La persistance de telles politiques, malgré leur faible efficacité sur le plan économique, donne à penser que les banques centrales sont peut-être à court d'options.

Est-il paradoxal d'acheter un produit à revenu fixe dont la détention jusqu'à l'échéance vous assure d'obtenir un montant inférieur à votre placement initial?

Si les rendements obligataires négatifs semblent attrayants, il y a alors d'innombrables occasions offertes partout dans le monde. Les titres de créance à taux négatif ayant atteint des sommets records (graphique 1), le phénomène des taux d'intérêt négatifs pourrait avoir des conséquences de taille pour l'univers des titres à revenu fixe mondiaux à long terme. Le Japon, l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, la Suisse et la Suède affichent tous des taux d'intérêt nominaux (taux d'intérêt avant la prise en compte de l'inflation)

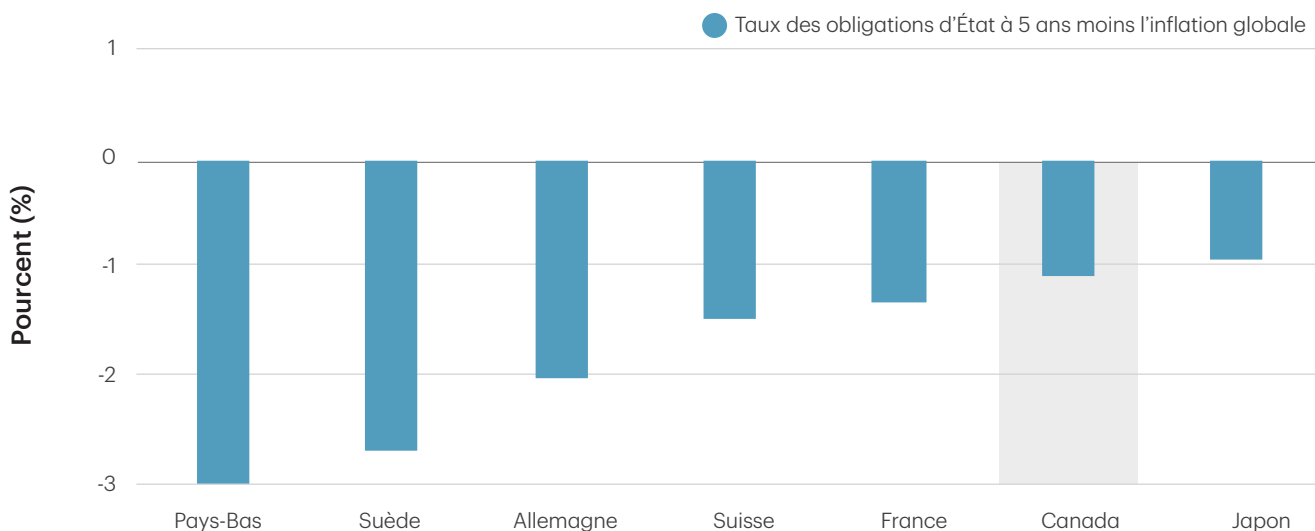
négatifs pour les obligations d'une échéance d'au moins cinq ans. Le Canada s'est également joint au groupe, car la chute des taux à l'échelle mondiale, la baisse des attentes d'inflation et la décélération de la croissance économique mondiale ont fait reculer les taux des obligations du gouvernement du Canada à cinq ans vers des niveaux négatifs (taux réels), là où les taux d'intérêt sont en dessous des niveaux d'inflation en vigueur (graphique 2).

Graphique 1 : Les titres de créance à taux négatif à des sommets records



Source : Bloomberg L.P., au 30 septembre 2019.

Graphique 2 : Taux réels négatifs dans le monde



Source : Bloomberg L.P., au 31 mai 2019.

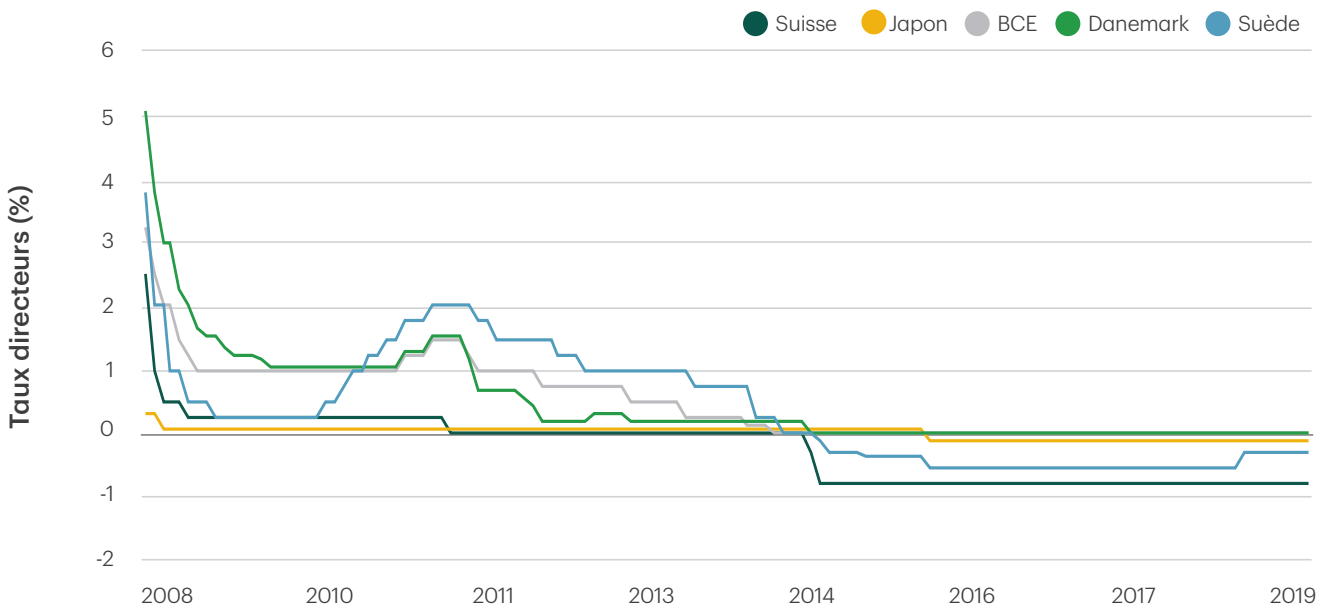
Le présent rapport examine la viabilité à long terme des politiques de taux d'intérêt nuls ou négatifs, leur signification éventuelle du point de vue des placements et leurs possibles répercussions à long terme sur les économies mondiales.

Qu'est-ce qu'une politique de taux d'intérêt négatifs?

Les obligations à taux négatifs sont apparues après que les banques centrales mondiales ont mis en œuvre des politiques de taux d'intérêt négatifs pour soutenir l'économie dans les années qui ont suivi la crise financière de 2008. Le principal objectif de ces politiques est de dynamiser les dépenses et l'investissement au sein de l'économie. Quand les banques centrales mondiales fixent des taux directeurs négatifs, cela crée un scénario où les banques commerciales paient pour garder des liquidités en dépôt

à la banque centrale plutôt que de recevoir un revenu d'intérêts sur le dépôt. En théorie, cette stratégie vise à inciter les banques commerciales à prêter davantage aux entreprises et aux particuliers, ce qui devrait stimuler l'économie et l'inflation. Comme l'illustre le **graphique 3**, plusieurs grandes banques centrales de pays développés ont fixé des taux directeurs négatifs ou nuls, et ce phénomène continue de se propager dans le monde.

Graphique 3 : Taux directeurs négatifs ou nuls



Source : Bloomberg L.P., au 28 juin 2019.

Comment les taux obligataires deviennent-ils négatifs?

Une obligation émise directement par un gouvernement peut avoir un coupon légèrement positif, ce qui correspond au taux d'intérêt versé par l'obligation. Toutefois, lorsque l'obligation commence à être négociée sur le marché, une demande forte ou faible des investisseurs en influence le prix. Si la demande est forte, les investisseurs pourraient payer une prime (le montant payé en sus de la valeur nominale); à l'inverse, ils pourraient acheter le titre à escompte si la demande est faible. Cette dynamique du marché obligataire est similaire au rapport entre l'offre et la demande qui influence les prix des actions sur les marchés boursiers.

De plus, les taux d'intérêt et les cours des obligations ont une relation inverse : quand l'un augmente, l'autre diminue.

Pour répondre à notre propre question : les taux obligataires deviennent négatifs quand l'obligation est achetée à prime et que le montant total des intérêts versés pendant toute la durée de l'obligation est inférieur à la prime payée, ce qui se traduit par un rendement négatif. Par conséquent, l'investisseur a acheté ce qui est considéré comme une obligation à taux négatif.

Pourquoi investir dans une obligation à taux négatif?

Dans le milieu des placements, les obligations d'État des pays développés sont considérées comme faisant partie des actifs les plus sûrs disponibles. En conséquence, durant les périodes de tensions sur les marchés et d'incertitude économique, les grands investisseurs comme les caisses de retraite, les assureurs et les banques continueront d'investir dans des obligations d'État pour entreposer leurs capitaux vu le manque

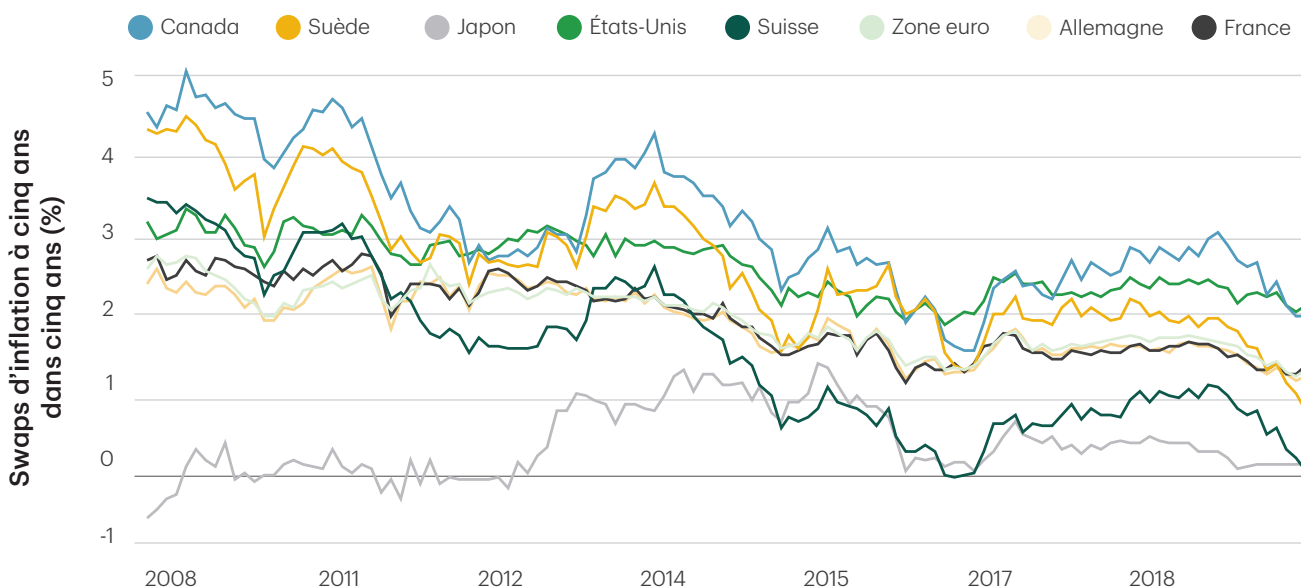
de solutions de placement plus sûres. En outre, les obligations d'État sont très liquides (peuvent être achetées et vendues aisément) et sont considérées comme peu risquées puisqu'elles sont garanties par les gouvernements émetteurs. Les investisseurs sont donc prêts à payer une prime sur les obligations d'État et acceptent la possibilité d'essayer une perte sur leur placement pour détenir ces actifs de grande qualité.

Dans quel contexte des taux d'intérêt négatifs seraient-ils pertinents?

Des politiques de taux d'intérêt négatifs pourraient être pertinentes dans un environnement déflationniste, c'est-à-dire lorsque le niveau général des prix fléchit au sein de l'économie. Les taux de rendement réels, qui correspondent aux taux d'intérêt nominaux moins les taux d'inflation attendus, pourraient être positifs dans un contexte de baisse des prix. Par exemple, si on prévoit un taux de -0,1 % pour une obligation d'État (titre de créance émis par un gouvernement national) et un taux d'inflation de -0,2 %, le rendement réel de l'obligation

sera de +0,1 %. Autrement dit, les taux d'intérêt nominaux négatifs semblent logiques si une longue période de déflation est anticipée. Compte tenu de la guerre commerciale actuelle entre les États-Unis et la Chine et de la décélération de la croissance de l'économie mondiale, les attentes d'inflation pour la plupart des pays développés ont fléchi, comme le montre le **graphique 4**. Une telle situation peut justifier en partie des politiques de taux d'intérêt négatifs.

Graphique 4 : Baisse de l'inflation prévue dans le monde



Source : Bloomberg L.P., au 31 juillet 2019. Les attentes d'inflation sont mesurées d'après les swaps d'inflation à cinq ans dans cinq ans. Le taux des swaps d'inflation à cinq ans dans cinq ans est une mesure courante, utilisée par les banques centrales et les courtiers, pour examiner les anticipations du marché quant à l'inflation future.

Le CRAGP n'anticipe pas pour l'instant de contexte déflationniste à long terme et croit que le marché table peut-être trop fortement sur un repli de l'inflation.

Étant donné la conjoncture économique, nous prévoyons un ralentissement de l'expansion mondiale, mais pas une récession, du moins en Amérique du Nord. De plus, une éventuelle poursuite des tensions commerciales sino-américaines pourrait faire croître l'inflation aux États-Unis. Cela s'explique par le fait que la guerre tarifaire, en provoquant une possible « démondialisation » qui priverait les sociétés américaines d'un accès à des coûts de main-d'œuvre optimaux (que ce soit une main-d'œuvre moins chère ou plus qualifiée), pourrait pousser les prix à la hausse.

Trois possibles raisons pour lesquelles des politiques de taux d'intérêt nuls ou négatifs pourraient ne pas être viables sur le plan économique

Il y a trois raisons pour lesquelles nous croyons que les politiques de taux d'intérêt négatifs pourraient ne pas être viables sur le plan économique à l'échelle mondiale. Tout d'abord, elles peuvent obliger les investisseurs à épargner davantage, car leurs rendements de placement diminuent. De plus,

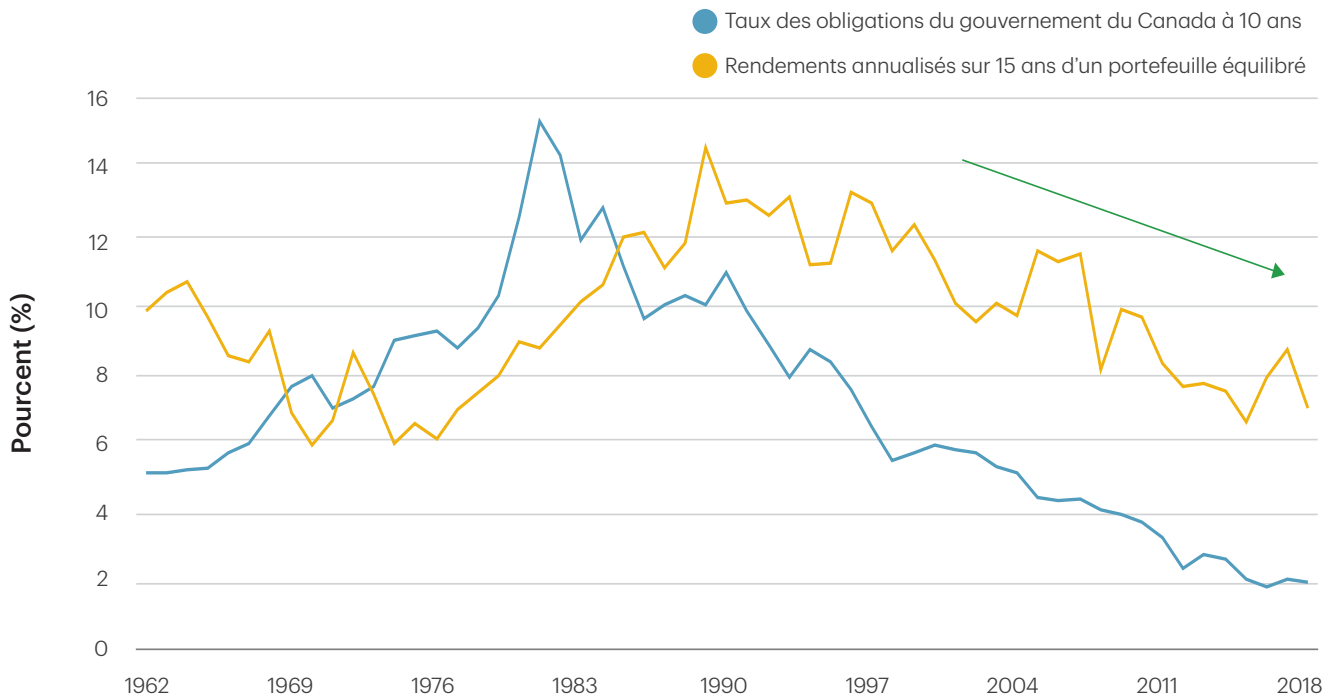
elles peuvent entraîner une mauvaise affectation du capital, en particulier au sein des entreprises. Enfin, elles peuvent amplifier les pressions s'exerçant sur la rentabilité du secteur bancaire, qui est essentiel à la croissance du crédit.



1 Les taux d'épargne requis doivent augmenter pour respecter les objectifs de placement

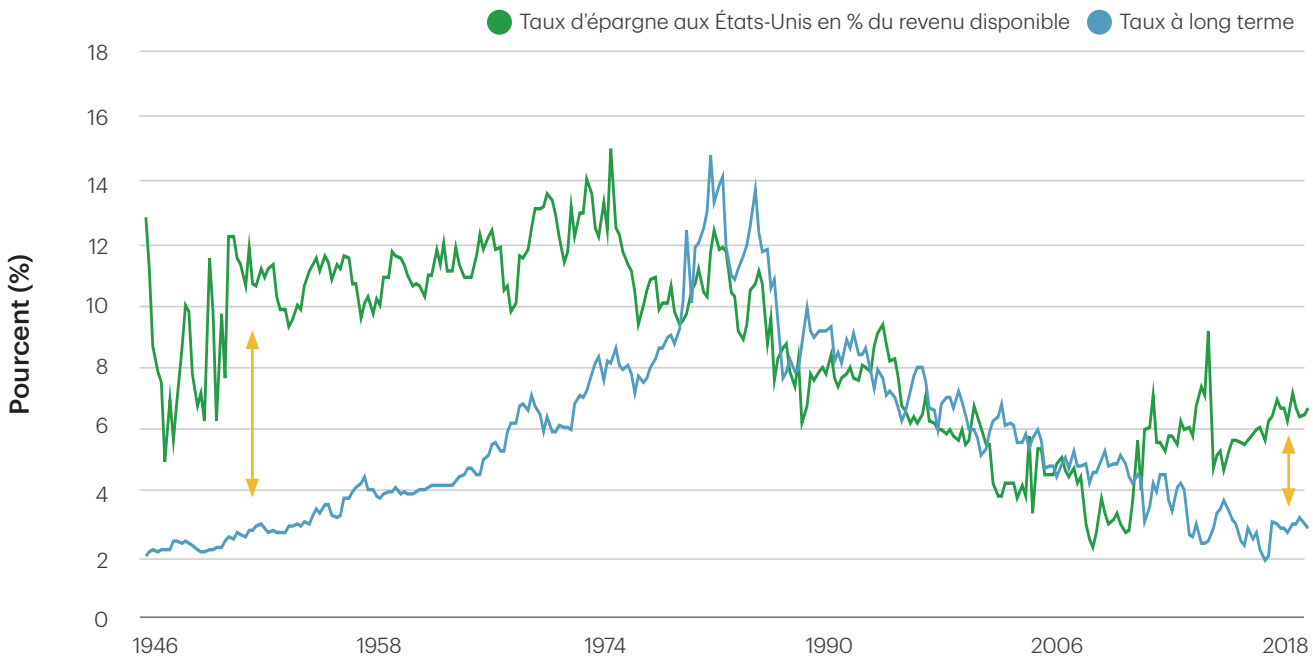
Le bas niveau des taux d'intérêt peut obliger les investisseurs à épargner davantage, car les rendements du volet à revenu fixe de leur portefeuille seront inférieurs. Les investisseurs devront épargner davantage pour compenser cette diminution des rendements. La ligne bleue dans le graphique 5 illustre le taux des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans. Nous pouvons voir l'effet qu'un recul des taux obligataires peut avoir sur les rendements des portefeuilles, car la flèche verte montre la tendance baissière des rendements annualisés d'un portefeuille équilibré constitué à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations. Si nous prolongions la période, les taux actuels pourraient laisser entrevoir des rendements attendus encore plus bas.

Graphique 5 : La baisse des taux réduit les rendements



Sources : Bloomberg Finance L.P. et Réserve fédérale de St. Louis. Le portefeuille équilibré est composé à 60 % de l'indice composé S&P/TSX et à 40 % de l'indice des obligations à long terme FTSE. Au 28 juin 2019.

Graphique 6 : Les investisseurs ont tendance à épargner davantage lorsque les taux sont bas



Source : Bloomberg, Morningstar. Au 31 mars 2019.

Les faibles rendements des titres à revenu fixe pourraient être un facteur important de la hausse des taux d'épargne observée ces dernières années, comme l'illustre la ligne verte dans le **graphique 6**. L'histoire corrobore l'idée d'une hausse des taux d'épargne lors des périodes de taux d'intérêt très faibles. Les taux d'épargne ont été élevés pendant une bonne partie du siècle avant de chuter dans les années 1980 et 1990.

Nous pouvons aussi voir le lien entre les taux d'épargne et les taux d'intérêt en observant les taux obligataires

(représentés par la ligne bleue). La baisse des taux d'épargne au cours des 30 dernières années a coïncidé avec un recul des taux par rapport à des niveaux initialement élevés. Cependant, une divergence est apparue quand les taux obligataires ont commencé à atteindre de bas niveaux en 2008, les taux d'épargne se redressant tandis que les taux obligataires poursuivaient leur repli. Cet écart concorde avec celui de la période antérieure aux années 1970, alors que des taux d'intérêt très bas coïncidaient avec des taux d'épargne élevés.

2

Obstacles aux dépenses d'investissement

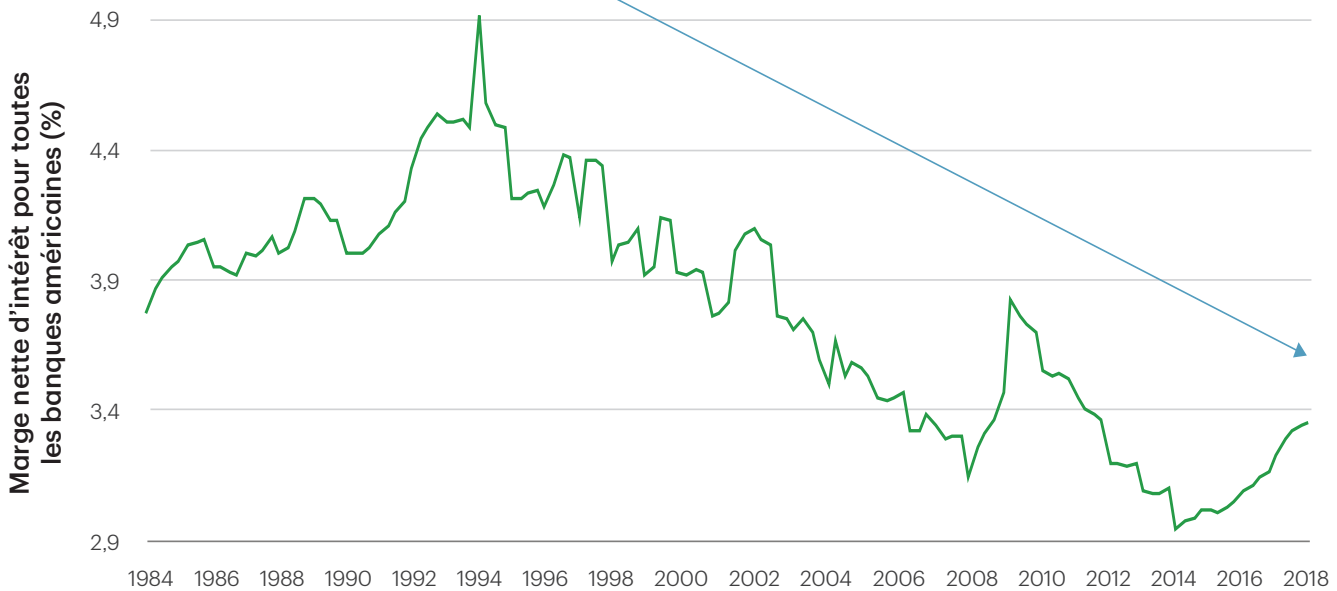
Entre 2012 et 2016, quand le taux des fonds fédéraux se situait à des creux records, la faiblesse des taux n'a pas entraîné de hausse des dépenses d'investissement par les sociétés américaines, un moteur de croissance traditionnel dans un contexte de taux d'intérêt bas. Plutôt que d'investir dans des projets à long terme, les sociétés ont profité des taux bas pour augmenter l'effet de levier et effectuer des rachats d'actions, qui ont récemment atteint des sommets historiques. Ce choix, bien qu'avantageux pour les actionnaires, a un effet moins durable sur la croissance économique. Si les taux d'intérêt demeurent nuls ou négatifs, ils pourraient avoir un effet paralysant sur les investissements des sociétés et sur l'ensemble de l'économie à long terme.

3

Effet négatif sur la rentabilité des banques

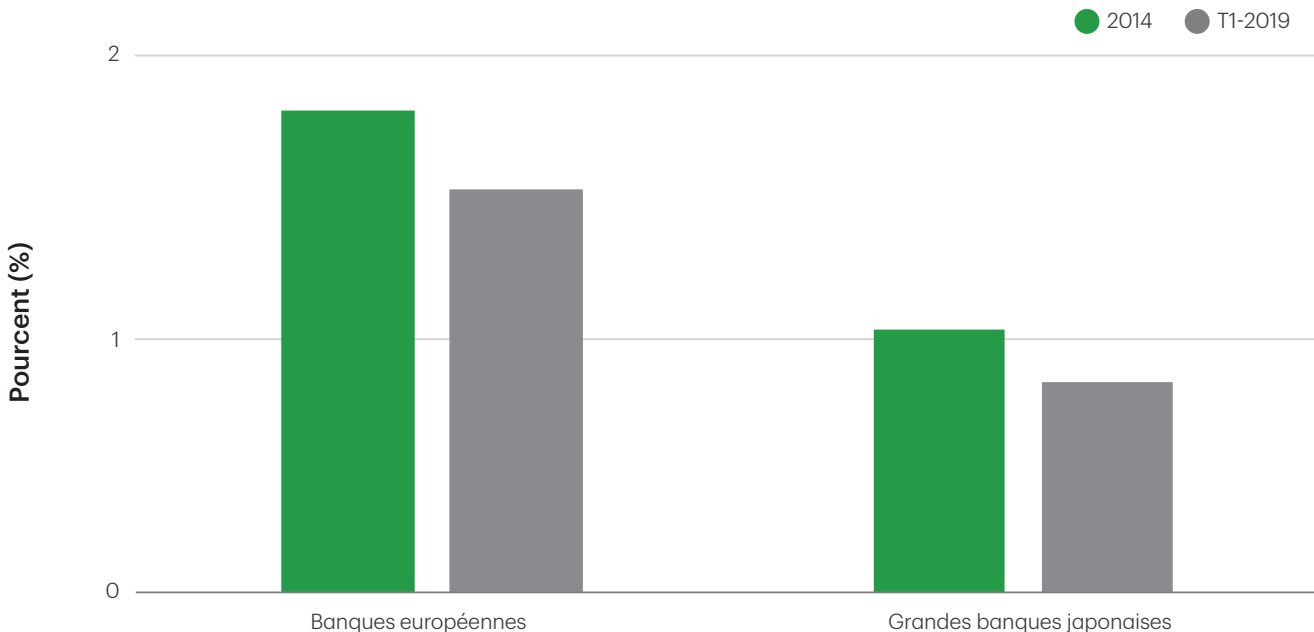
Les politiques de taux d'intérêt négatifs ou nuls se sont avérées avoir un effet défavorable sur le secteur bancaire. Les bénéfices des banques reposent sur l'écart entre les taux d'intérêt qu'elles pratiquent sur les prêts et les taux d'intérêt qu'elles paient pour obtenir du financement, appelé marge nette d'intérêt. En raison du repli des taux d'intérêt à long terme, les banques américaines ont vu leurs marges nettes d'intérêts diminuer au fil des ans, ce qui a réduit leur capacité à contribuer à la croissance économique grâce à la création de crédit (**graphique 7**). La même tendance a été observée en Europe et au Japon, comme le montrent les barres vers le bas (**graphique 8**).

Graphique 7 : Effet négatif sur la rentabilité des banques américaines



Source : Réserve fédérale de St. Louis, au 31 décembre 2018.

Graphique 8 : Marges d'intérêts des banques par région



Sources : Banque centrale européenne et Bloomberg L.P. Écart entre les taux des prêts et des emprunts en Europe, pondérés en fonction de la part des banques dans le total des prêts. Écart des prêts nationaux et étrangers combinés, d'après les quatre plus grandes banques du Japon, pondérés en fonction de leur part dans le total des prêts. Au 31 mars 2019.

Point de vue du CRAGP sur les répercussions des politiques de taux d'intérêt nuls ou négatifs

Depuis la crise financière en 2008, les banques centrales du monde entier utilisent des politiques monétaires énergiques pour stimuler l'économie. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a lancé un programme d'assouplissement quantitatif (achats d'actifs par les banques centrales visant à injecter des liquidités dans l'économie), qui a fait baisser les taux d'intérêt à de bas niveaux. Les banques centrales d'Europe sont allées encore plus loin en adoptant des politiques de taux d'intérêt négatifs pendant la crise de la dette souveraine en 2011. Pendant le récent ralentissement économique, les taux obligataires négatifs ont à nouveau attiré l'attention sur les marchés mondiaux, soulevant la question de la viabilité des politiques de taux d'intérêt négatifs ou nuls. L'expérience a montré que les politiques de taux d'intérêt négatifs n'ont pas entraîné les niveaux élevés de croissance économique espérés par les dirigeants des banques centrales.

La persistance de telles politiques malgré leur faible efficacité sur le plan économique donne à penser que les banques centrales sont à court d'options.

De nombreux investisseurs qui achètent des obligations à taux négatifs parient que la valeur du titre continuera de croître, c'est-à-dire que d'autres investisseurs potentiels devront accepter un taux encore plus bas.

Nous surveillons de près ce contexte et continuerons d'évaluer les répercussions à long terme sur les marchés de titres à revenu fixe ainsi que les effets potentiels sur **l'économie mondiale** et nos perspectives de placement.



Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de patrimoine TD à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. Un certain nombre de facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à de tels écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Le Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD (le « Comité ») est formé de divers professionnels des placements de la TD. Le Comité a le mandat de publier des perspectives trimestrielles qui présentent un point de vue concis sur la situation à prévoir sur les marchés pour les 6 à 18 mois à venir. Ces conseils ne garantissent pas les résultats futurs, et les événements sur les marchés peuvent se révéler sensiblement différents de ceux implicitement ou explicitement formulés dans les perspectives trimestrielles du Comité. Les perspectives trimestrielles ne remplacent pas les conseils de placement. Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés. Gestion de patrimoine TD représente les produits et services offerts par TD Waterhouse Canada Inc., Gestion privée TD Waterhouse Inc., Services bancaires privés, Gestion de patrimoine TD (offerts par La Banque Toronto-Dominion) et Services fiduciaires, Gestion de patrimoine TD (offerts par La Société Canada Trust). Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion.