

ZONE EURO

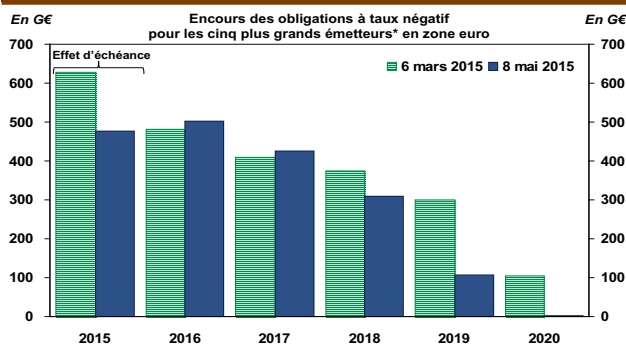
Taux négatifs et *selloff* obligatoire : mondes parallèles

La remontée rapide des taux obligataires de ces dernières semaines n'est pas sans rappeler l'épisode du *taper tantrum* de l'été 2013. Toutefois, jusqu'à présent, l'étendue mondiale de la remontée des taux constitue l'un des éléments distinctifs de l'épisode actuel. En 2013, le phénomène était principalement concentré aux États-Unis (où une réaction des achats de titres était anticipée), au Royaume-Uni, au Canada ou encore en Australie, bref dans les pays qui affichaient les meilleures perspectives de croissance. En 2015, on constate que ce sont les taux en Europe qui dictent le ton, les taux de la plupart des autres pays développés emboîtant le pas.

Or, en Europe, les taux des échéances courtes vivent dans un monde parallèle. Les taux obligataires de deux ans en France, en Allemagne, en Suisse et au Danemark, demeurent ainsi négatifs et ne se sont pas significativement distancés de leurs niveaux d'il y a deux mois. De manière générale, comparativement au début de mars, la quantité d'obligations affichant des rendements à échéance négatifs n'a que modérément diminué. Par exemple, pour les cinq plus grands émetteurs souverains de la zone euro, l'encours de ces obligations est passé de 2 300 G€ à 1 837 G€ actuellement. La diminution de l'encours à taux négatif strictement liée à la remontée des taux s'est observée surtout aux échéances plus éloignées de 2019 et de 2020.

Ainsi, même si la remontée des taux obligataires de long terme étonne, ce n'est pas déjà la fin des taux négatifs aux échéances plus courtes. Les taux obligataires pour ces échéances subissent surtout l'influence des taux de dépôt établis par les banques centrales. Celles-ci maintiendront ces taux en territoire légèrement négatif, soit parce que certaines d'entre elles, comme la Banque centrale européenne ou la Banque de Suède, tentent coûte que coûte de défendre des cibles d'inflation qui ont récemment été mises à mal par la chute des prix de l'énergie et une croissance longtemps anémique, soit parce que d'autres banques centrales (par exemple en Suisse et au Danemark) luttent contre les flux de capitaux et leurs effets indésirables sur leur devise.

La quantité de dettes avec un rendement à échéance négatif demeure importante en zone euro



* Cinq plus grands encours obligataires à taux négatifs (Allemagne, France, Pays-Bas, Autriche, Belgique).
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Implications : Le maintien de l'arsenal de politiques agressives récemment déployé sur le continent européen (taux négatifs et achats d'obligations) limitera fortement la capacité des taux des obligations souveraines de courte échéance à s'extirper de niveaux inférieurs à zéro. En revanche, il y a aussi des limites à la capacité des taux à s'aventurer trop profondément en zone négative. Entre autres, des arbitrages favorisant la détention physique de monnaie deviendraient alors plus attrayants. Par ailleurs, s'il peut être rationnel d'investir dans des titres à taux nominal négatif lorsqu'on craint la déflation, comme c'était le cas en début d'année, le redressement des anticipations d'inflation en zone euro tend plutôt à limiter l'attrait des obligations de court terme à l'heure actuelle. En fin de compte, à moins d'effets indésirables causés par les politiques actuelles, on peut s'attendre à ce que les taux de court terme demeurent assez stables à des niveaux légèrement négatifs en zone euro, jusqu'au jour où les banques centrales commenceront à signaler la fin des mesures non orthodoxes.

Jimmy Jean
Économiste principal

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste principal

Benoît P. Durocher
Économiste principal

Francis Généreux
Économiste principal

Jimmy Jean
Économiste principal

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Hendrix Vachon
Économiste senior