

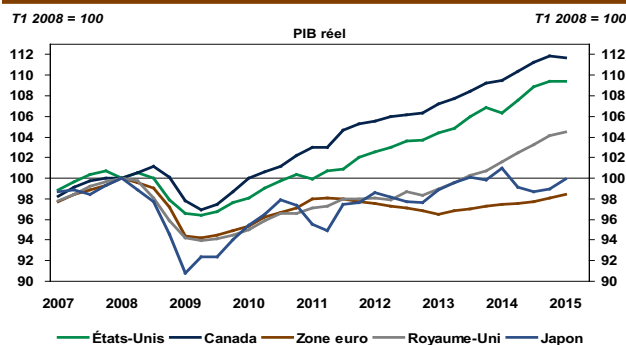
## Taux d'intérêt négatifs : le Canada restera-t-il épargné?

Plusieurs banques centrales européennes ont choisi de repousser la limite de leurs taux d'intérêt directeurs au cours de la dernière année en s'aventurant en territoire négatif. Ces décisions ont entraîné plusieurs autres taux d'intérêt sous la barre du zéro. Le Canada a été épargné jusqu'à présent par cette situation hors du commun, mais qu'en est-il de l'avenir? Ce *Point de vue économique* présente les conditions pour lesquelles les taux directeurs, certains taux obligataires et certains taux de détail, pourraient tomber sous zéro au Canada. Bien que possible, il est important de noter que la réalisation de toutes ces conditions apparaît très peu probable.

### UNE CROISSANCE ET UNE INFLATION TRÈS FAIBLES EN EUROPE

En analysant l'évolution de l'économie de la zone euro depuis la crise financière de 2008, on peut constater à quel point la reprise économique a été lente dans cette région du monde. Encore aujourd'hui, le PIB réel de la zone euro se situe sous son niveau du premier trimestre de 2008 (graphique 1). En comparaison, le Canada s'en est nettement mieux tiré alors que son PIB réel a gagné 12 % par rapport au niveau enregistré au début de 2008.

Graphique 1 – La reprise économique a été particulièrement lente dans la zone euro

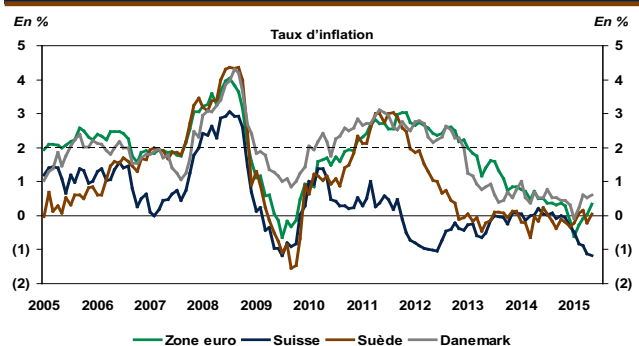


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La crise des dettes souveraines qui a commencé peu après la crise financière a été un facteur très pénalisant pour la zone euro. Cela a notamment paralysé le système financier européen pendant une période prolongée. Encore aujourd'hui, l'économie eurolandaise ressent les effets de cette crise,

comme le montre la situation en Grèce. La faiblesse de la reprise économique a été accompagnée par des pressions désinflationnistes importantes, voire déflationnistes, en zone euro et dans d'autres pays avoisinants (graphique 2). Le contexte économique et financier difficile aura forcé la Banque centrale européenne (BCE) à aller très loin dans l'utilisation d'outils de politique monétaire non traditionnels, incluant l'adoption d'un taux d'intérêt négatif pour sa facilité de dépôt<sup>1</sup>.

Graphique 2 – L'inflation est très faible en Europe



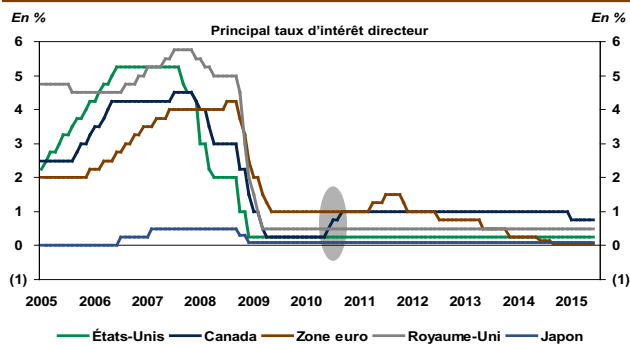
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

<sup>1</sup> Depuis le 10 septembre 2014, le taux de la facilité de dépôt de la BCE est fixé à -0,20 %. Le taux pour les opérations principales de refinancement et le taux pour la facilité de prêt demeurent positifs à respectivement 0,05 % et 0,30 %.

### LA SITUATION ÉCONOMIQUE CANADIENNE NE COMMANDE PAS ENCORE DE MESURES EXTRÊMES

Même si les récents chiffres sur l'économie canadienne ont été plutôt décevants, la position économique du pays demeure avantageuse si on la compare à celle de plusieurs pays européens et les pressions désinflationnistes ne sont pas aussi importantes. De plus, si nécessaire, la Banque du Canada (BdC) dispose d'une certaine marge de manœuvre avant de devoir recourir aux outils de politique monétaire non traditionnels. La reprise économique plus soutenue au Canada après la crise financière de 2008 avait permis à la BdC de relever légèrement ses taux directeurs, ce que les banques centrales de la plupart des autres pays avancés n'avaient pu faire (graphique 3). La BCE avait aussi relevé ses taux, mais elle est rapidement revenue sur ses pas.

**Graphique 3 – La Banque du Canada avait augmenté ses taux directeurs à trois reprises en 2010**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La chute des prix du pétrole l'automne dernier et les effets négatifs appréhendés ont incité la BdC à abaisser son principal taux d'intérêt directeur de 1,00 % à 0,75 % en janvier. Une autre réduction de 25 points de base pourrait être décrétée prochainement alors que la probabilité que le Canada enregistre une seconde baisse consécutive de son PIB réel s'est accrue. Il faudrait néanmoins que des scénarios plus pessimistes se concrétisent pour justifier des mesures d'assouplissement monétaire encore plus considérables.

Dans sa *Revue du système financier*, la BdC identifie les principaux risques menaçant la stabilité du système financier et l'économie au Canada<sup>2</sup>. Une correction marquée des prix des maisons, une hausse abrupte des taux d'intérêt de long terme, une crise majeure dans les pays émergents et une recrudescence des tensions financières provenant de la zone euro sont des scénarios susceptibles de nécessiter une

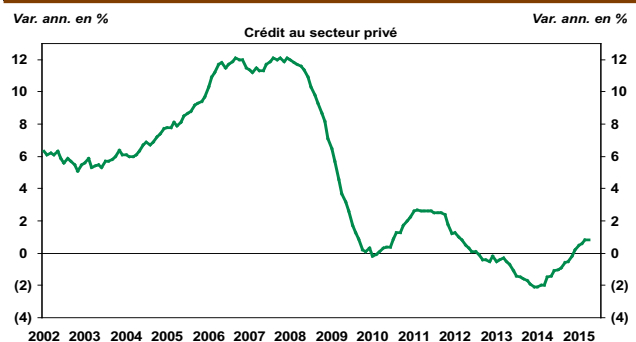
intervention importante de la part de la banque centrale. Ceci étant dit, le recours à des taux directeurs négatifs ne serait pas garanti pour autant.

### L'EFFICACITÉ DES OUTILS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DOIT ÊTRE CONSIDÉRÉE

Le choix d'un outil de politique monétaire plutôt qu'un autre dépendra notamment de son efficacité à atteindre l'objectif qui est visé. Dans une situation où les ménages sont déjà fortement endettés, comme c'est le cas au Canada, abaisser les taux d'intérêt en territoire négatif pour stimuler l'économie ne serait probablement pas la meilleure option. D'abord, cela pourrait créer davantage d'instabilité à moyen et long terme. De plus, les ménages pourraient simplement ne pas réagir aux conditions d'emprunt plus favorables s'ils jugeaient s'être déjà suffisamment endettés ou, encore, si de nouvelles mesures macroprudentielles étaient décrétées pour contenir le risque de surendettement. Dans les deux cas, la mesure de politique monétaire ne serait pas très efficace pour stimuler l'économie, du moins par le canal du crédit.

La même mesure appliquée en zone euro promettait de meilleurs résultats. Les ménages y sont moins endettés alors que la croissance du crédit a chuté drastiquement en 2008 (graphique 4). La BCE avait tout à gagner à essayer de relancer le crédit et semble en voie de réussir comme le suggère l'amélioration des données depuis quelques trimestres. En appliquant un taux négatif sur sa facilité de dépôt, la BCE pénalise les institutions financières qui préfèrent conserver d'importantes réserves de fonds plutôt que d'accorder plus de prêts. En même temps, la BCE procède à des achats massifs de titres, ce qui aide à affaiblir certains taux de marché et à stimuler l'économie.

**Graphique 4 – Le crédit croît faiblement en zone euro depuis plusieurs années**



Sources : Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

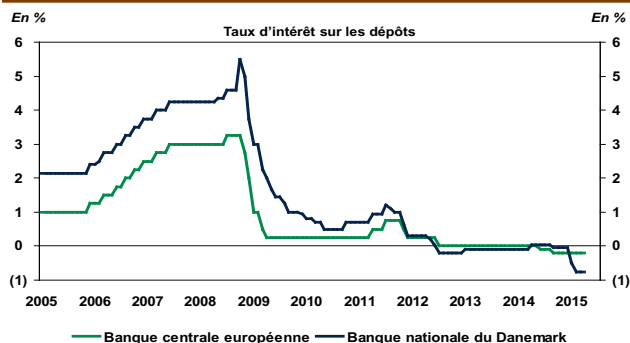
<sup>2</sup> Banque du Canada, *Revue du système financier*, juin 2015, 66 p., [www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2015/06/rsf-juin2015.pdf](http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2015/06/rsf-juin2015.pdf).

## ÉVITER UNE PERTE DE COMPÉTITIVITÉ PAR LE TAUX DE CHANGE

Accroître la croissance économique et l'inflation par le canal du crédit n'est cependant pas la seule motivation d'abaisser les taux d'intérêt en territoire négatif. La Banque nationale suisse (BNS) et la Banque nationale du Danemark l'ont notamment fait pour limiter l'appréciation de leur monnaie alors que la chute de l'euro menaçait d'affecter leur compétitivité au sein de l'Europe. Le taux de change a aussi une incidence sur l'inflation. Une devise forte génère des pressions désinflationnistes par l'intermédiaire d'une réduction des prix à l'importation.

Le Danemark est un cas particulier, car il évolue dans un régime de taux de change fixe par rapport à l'euro<sup>3</sup>. Cela le protège des chocs de compétitivité liés au taux de change, mais implique que la Banque nationale du Danemark ajuste rapidement ses taux directeurs en fonction des décisions de la BCE et des pressions du marché (graphique 5). Toutes choses étant égales par ailleurs, si les taux d'intérêt deviennent trop avantageux au Danemark par rapport à la zone euro, la couronne tendra à s'apprécier. Ainsi, la baisse des taux d'intérêt par la BCE a forcé la main de la Banque nationale du Danemark pour qu'elle emprunte le même sentier. Celle-ci n'a cependant pas adopté un programme d'achats de titres, ce qui peut expliquer en partie pourquoi les taux directeurs ont dû être abaissés un peu plus bas au Danemark.

**Graphique 5 – La Banque nationale du Danemark doit souvent bouger dans le même sens que la Banque centrale européenne**

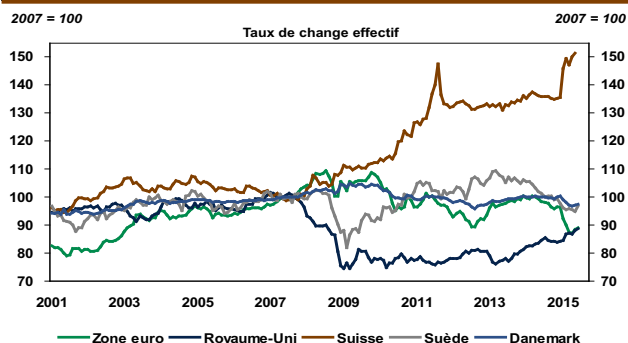


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La Suisse n'a pas de cible aussi rigide que le Danemark, mais la faible inflation générée par l'appréciation du taux de change a incité la BNS à agir (graphique 6). Celle-ci a défendu pendant quelques années un taux de change plancher de 1,20 franc/€ en maintenant des taux d'intérêt faibles et en intervenant sur le marché des changes (ventes

<sup>3</sup> La Banque nationale du Danemark cible un taux de change de 1 € pour 7,46038 couronnes avec une fourchette de fluctuation de  $\pm 2,25$  %.

**Graphique 6 – Le franc suisse s'est fortement apprécié depuis 2008**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

de francs contre des devises étrangères). Cependant, les dernières décisions de la BCE et la forte dépréciation de l'euro qui s'en est suivie ont compliqué la tâche aux autorités monétaires suisses. Le taux de change plancher a été abandonné en janvier 2015, mais du même souffle la BNS a abaissé ses taux directeurs plus profondément en territoire négatif pour limiter le plus possible l'appréciation du franc. Concrètement, la cible pour le taux Libor trois mois a été fixée à -0,75 %.

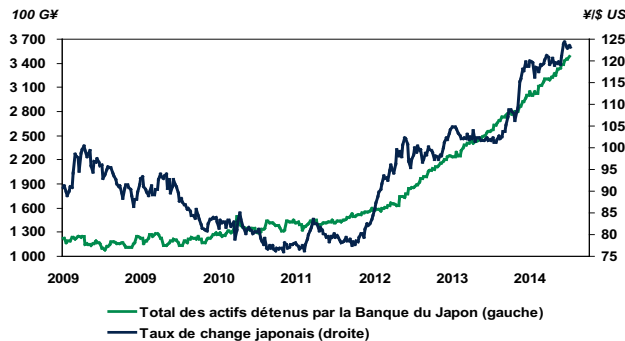
L'enjeu du taux de change pourrait plus facilement justifier des taux d'intérêt négatifs au Canada. Cela dit, le dollar canadien s'est déjà considérablement déprécié au cours des deux dernières années. Il se situe actuellement aux alentours de 0,79 \$ US et il pourrait encore perdre du terrain à court terme sans que la BdC adopte des taux négatifs. L'issue serait différente dans un scénario où l'économie américaine connaissait des difficultés et où la Réserve fédérale (Fed) adoptait elle-même des taux négatifs. Devant l'affaiblissement du dollar américain qui en résulterait, la BdC pourrait être forcée d'emprunter le même sentier tout comme l'on fait les banques centrales du Danemark et de la Suisse après les décisions de la BCE.

## LE TAUX DE CHANGE PEUT AUSSI ÊTRE AFFAIBLI PAR DES ACHATS DE TITRES

Les taux directeurs négatifs ne sont pas le seul moyen de faire déprécier une monnaie. La Banque du Japon (BoJ) procède depuis quelques années à des achats massifs de titres, ce qui a fortement contribué à affaiblir le yen (graphique 7 à la page 4). La Fed a aussi été un grand utilisateur de cet outil de politique monétaire, ce qui a maintenu le dollar américain en retrait pendant quelques années.

La BdC pourrait ainsi préférer acheter massivement des titres plutôt que d'opter pour des taux d'intérêt négatifs si la situation commandait une dépréciation du taux de change. Cette option apparaît d'autant plus crédible qu'il serait

**Graphique 7 – Le yen s’est fortement déprécié en raison des achats massifs de titres par la Banque du Japon**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

étonnant de voir la Fed abaisser ses taux d’intérêt sous zéro avant un autre programme d’achats de titres. Les dirigeants de la Fed se sont déjà penchés sur la possibilité d’appliquer des taux négatifs, mais ces derniers craignaient les effets pervers d’une telle mesure. En novembre 2013, Janet Yellen avait notamment indiqué devant un comité du Sénat que même un taux de dépôt légèrement positif pouvait nuire au marché monétaire<sup>4</sup>.

Dans un *Point de vue économique* publié en mai dernier<sup>5</sup>, plusieurs coûts potentiels associés aux taux d’intérêt négatifs ont été présentés. Ces coûts, même s’ils semblent pour l’instant contrôlés en Europe, encourageraient probablement la Fed et la BdC à utiliser les taux négatifs seulement en dernier recours.

### LES ACHATS DE TITRES NE SUFFISENT PAS À AMENER LES TAUX OBLIGATAIRES SOUS ZÉRO

Les achats massifs de titres sont efficaces pour affaiblir les taux obligataires, mais des taux directeurs négatifs semblent nécessaires pour véritablement les amener en territoire négatif. D’ailleurs, les taux obligataires sont descendus sous zéro en Suisse et au Danemark sans que les banques centrales de ces pays aient annoncé un programme d’achat de titres.

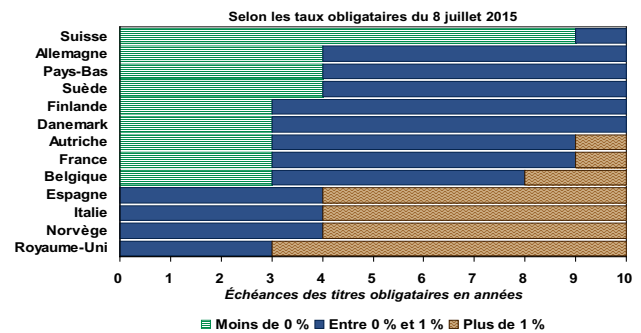
En abaissant leurs taux d’intérêt sous zéro, les banques centrales incitent les institutions financières à trouver d’autres débouchés pour leur surplus de fonds. Les institutions financières peuvent accorder plus de prêts, mais elles peuvent

<sup>4</sup> Audience de Janet Yellen devant le Committee on Banking, Housing and Urban Affairs du Sénat américain le 14 novembre 2013, p. 18, [www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-113shrg85910/pdf/CHRG-113shrg85910.pdf](http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-113shrg85910/pdf/CHRG-113shrg85910.pdf).

<sup>5</sup> Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Quel sens donner aux taux d’intérêt négatifs que l’on retrouve maintenant dans plusieurs pays? », 27 mai 2015, [www.desjardins.com/ressources/pdf/pv150527-f.pdf?resVer=1432732947000](http://www.desjardins.com/ressources/pdf/pv150527-f.pdf?resVer=1432732947000).

aussi acheter des titres financiers, comme des obligations gouvernementales, pour réduire les quantités de fonds qu’elles déposent à leur banque centrale. Cela fait augmenter la demande pour ces titres, ce qui peut entraîner certains taux obligataires en territoire négatif comme cela a été le cas dans plusieurs pays européens (graphique 8). Même avec un taux négatif, une obligation peut être plus avantageuse qu’un dépôt à la banque centrale.

**Graphique 8 – Dans plusieurs pays européens, les taux obligataires ont aussi traversé en territoire négatif**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

La Fed et la BoJ ont mené des politiques d’achats massifs de titres, mais n’ont jamais abaissé leurs taux directeurs sous zéro. En conséquence, seuls quelques taux du marché monétaire se sont aventurés temporairement en territoire négatif aux États-Unis et jamais très profondément. La même chose a été observée jusqu’ici au Japon, mais avec un peu plus d’amplitude et pour quelques échéances courtes du marché obligataire. Rien de comparable toutefois à ce qui a été observé en Europe au cours des derniers trimestres.

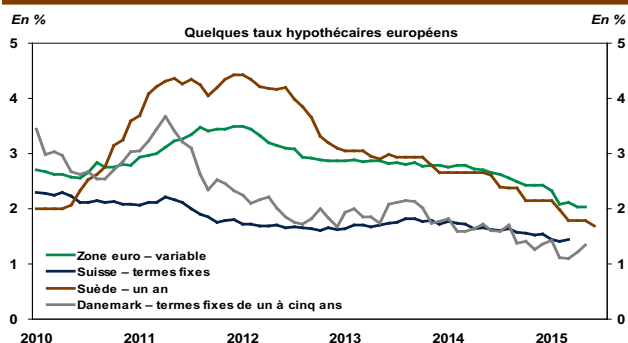
À la lumière de ce qui s’est produit en Europe, au moins deux autres conditions doivent être remplies pour que les taux obligataires descendent en territoire négatif. D’abord, la cote de risque des obligations doit demeurer faible. Les pays européens à risque élevé n’ont pas vu leurs taux obligataires descendre sous zéro. Par la suite, de faibles anticipations inflationnistes peuvent aider, surtout pour des obligations avec des échéances plus longues où normalement les investisseurs recherchent au moins un rendement qui couvrira la perte de pouvoir d’achat lié à l’inflation. La remontée des taux d’inflation au cours des derniers mois a d’ailleurs été accompagnée par une augmentation des taux obligataires dans plusieurs pays.

### LES TAUX DE DÉTAIL NÉGATIFS SONT BEAUCOUP PLUS RARES

Il est encore plus difficile de remplir les conditions pour observer des taux de détail négatifs. Les données officielles sur les taux d’intérêt au crédit en Europe montrent qu’ils

demeurent encore nettement au-dessus de zéro (graphique 9). Quelques cas exceptionnels ont néanmoins été très publicisés comme celui d'une Danoise ayant obtenu un taux de  $-0,0172\%$  sur un prêt de trois ans<sup>6</sup> ou, encore, d'entreprises qui ont emprunté sur le marché obligataire européen avec un taux négatif.

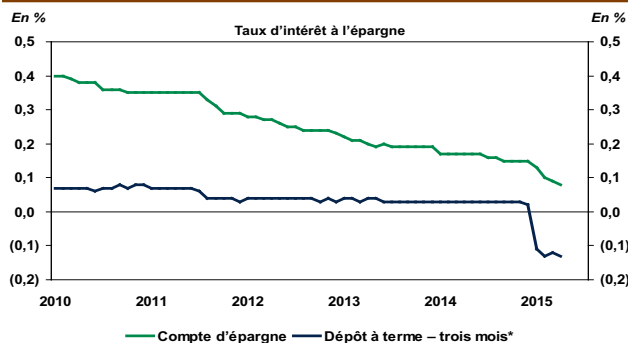
**Graphique 9 – Les taux hypothécaires demeurent positifs en Europe**



Sources : Banque centrale européenne, Banque nationale du Danemark, Datastream et Desjardins, Études économiques

Les cas d'individus déboursant des frais d'intérêt sur leurs épargnes sont par contre un peu plus fréquent. Les données officielles sur les taux de dépôt en Suisse illustrent cette nouvelle réalité (graphique 10). Les taux demandés par les institutions financières demeurent cependant moins pénalisants que le taux payé à la banque centrale ou ceux du marché monétaire. Par ailleurs, les taux négatifs s'appliquent davantage aux dépôts de grande taille.

**Graphique 10 – Certains épargnants paient des intérêts en Suisse**



\* Dépôt de 100 000 francs et plus.  
 Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

L'exemple suisse suggère qu'il faut une banque centrale très agressive avec ses taux directeurs pour que certains taux de

détail suivent en territoire négatif. Or, ce n'est pas toutes les banques centrales qui oseraient tester des niveaux aussi faibles en raison des inconvénients qui pourraient apparaître en retour. Des taux de détail négatifs pourraient notamment modifier le comportement des épargnants qui préféreraient alors détenir leurs avoirs sous forme de billets de banque plutôt que de payer des intérêts. Évidemment, cette situation serait très problématique pour la stabilité du système financier.

### EN CONCLUSION, LE CANADA SEMBLE ENCORE TRÈS LOIN DE CONNAÎTRE DES TAUX NÉGATIFS

Le contexte économique et financier du Canada diffère grandement de celui de plusieurs pays européens où des taux négatifs sont observés. Avant que la BdC abaisse ses taux directeurs sous zéro, une séquence d'événements et d'étapes devrait se succéder, ce qui rend ce scénario peu probable.

D'abord, il faudrait que la BdC utilise la marge de manœuvre dont elle dispose. Son principal taux directeur se situe actuellement à  $0,75\%$ , ce qui lui permet encore de réduire ses taux directeurs dans un cadre traditionnel. Par la suite, la situation économique devrait se détériorer considérablement pour justifier l'emploi d'outils de politique monétaire non traditionnels. Il faudrait notamment que l'économie américaine connaisse de sérieuses difficultés qui pousseraient la Fed à agir de nouveau. En raison de la prudence qu'elle a déjà démontrée à l'égard des taux négatifs, la Fed utiliserait probablement cet outil seulement en dernier recours, soit après l'annonce d'un nouveau programme d'achats de titres. À l'image des banques centrales suisse et danoise, la BdC accompagnerait la Fed avec pour principale motivation d'éviter une appréciation du dollar canadien contre le dollar américain. En raison du taux d'endettement élevé des ménages canadiens, une politique de taux négatifs serait probablement peu efficace pour stimuler l'économie par le canal du crédit, mais pourrait l'être par le canal du taux de change.

Certains taux obligataires accompagneraient probablement les taux directeurs en territoire négatif, mais rien ne serait garanti pour les taux de détail. L'exemple suisse suggère que la BdC devrait abaisser fortement sous zéro ses taux directeurs pour que cela se reflète sur certains taux de détail. Or, les coûts potentiellement élevés d'abaisser autant les taux directeurs et la prudence que la Fed a affichée par le passé à l'égard d'une telle politique rendent ce scénario encore moins probable pour le Canada.

<sup>6</sup> Danny Hakim et Peter Eavis, *The New York Times*, « In Europe, Bond Yields and Interest Rates Go Through the Looking Glass », 27 février 2015, [www.nytimes.com/2015/02/28/business/dealbook/in-europe-bond-yields-and-interest-rates-go-through-the-looking-glass.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2015/02/28/business/dealbook/in-europe-bond-yields-and-interest-rates-go-through-the-looking-glass.html?_r=0).