



## Les difficultés fondamentales à court terme et les taux exceptionnellement bas limitent les occasions de valeur relative active dans le secteur des titres souverains

Robert Pemberton,  
directeur général

Naoum Tabet,  
vice-président et directeur

Eric Schure,  
vice-président et directeur

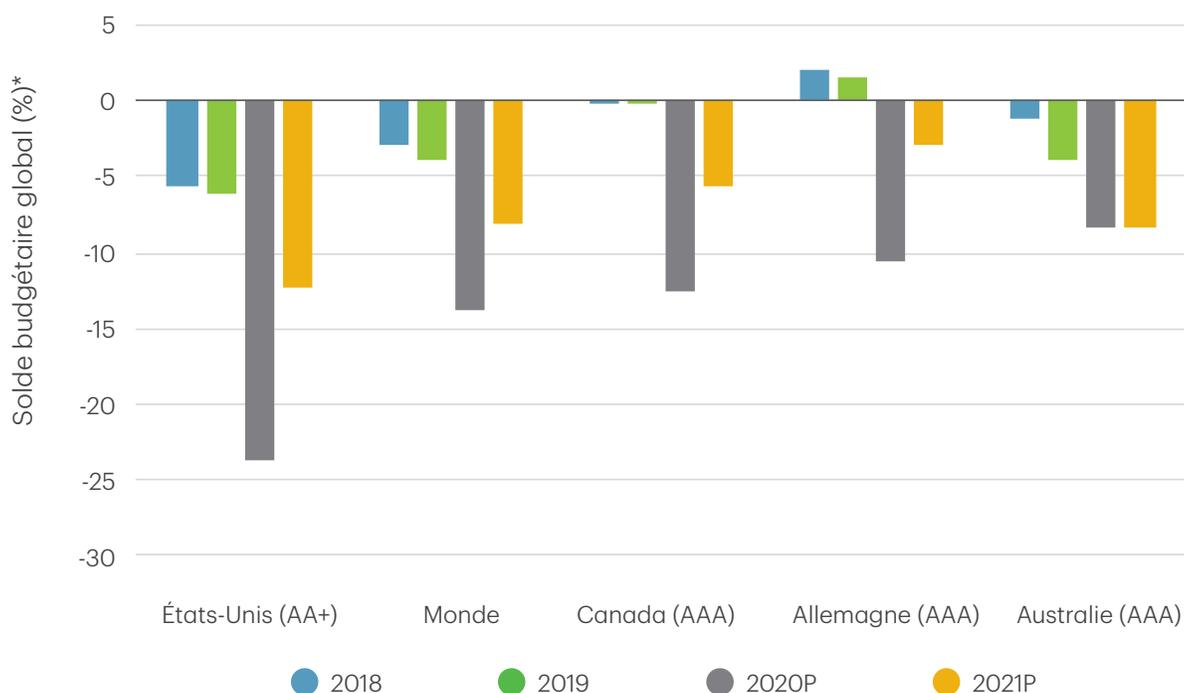
Norman Yeung,  
vice-président et directeur

Dans le cadre de notre publication, nous avons collaboré avec les analystes du crédit souverain de GPTD pour fournir un aperçu de la façon dont nous évaluons les répercussions de la pandémie sanitaire sur le contexte économique fondamental au Canada, dans l'ensemble des provinces et dans diverses municipalités. Nous notons que les données fondamentales des titres souverains dans le monde subissent des pressions en 2020, les gouvernements ayant adopté d'importantes et nécessaires mesures de soutien budgétaire.

## Les profils de crédit souverains fondamentaux pourraient demeurer sous pression en raison des mesures de relance budgétaire en 2020

Lorsqu'on examine les principales répercussions de la pandémie de COVID-19 dans le monde, on constate que la détérioration la plus marquée se situe dans les profils budgétaire et économique des émetteurs gouvernementaux, deux des principales sous-composantes de notre processus d'analyse du crédit souverain. Compte tenu de la fermeture des économies mondiales pour aider à combattre la pandémie, il n'est pas surprenant que les paramètres économiques fondamentaux aient été mis à rude épreuve cette année; un rebond de l'activité économique est prévu pour 2021. Par conséquent, à l'heure actuelle, nous mettons davantage l'accent sur les répercussions sur les sous-composantes budgétaire et économique de notre analyse et, dans le graphique ci-dessous, nous montrons que, comme d'autres pays émetteurs de titres de créance souverains dans le monde, le profil budgétaire du Canada devrait se détériorer en 2020.

**FIGURE 1 :** La hausse des dépenses liées au soutien budgétaire pèsera sur les soldes budgétaires dans le monde en 2020



Source : perspectives de l'économie mondiale du FMI, mise à jour de juin 2020.

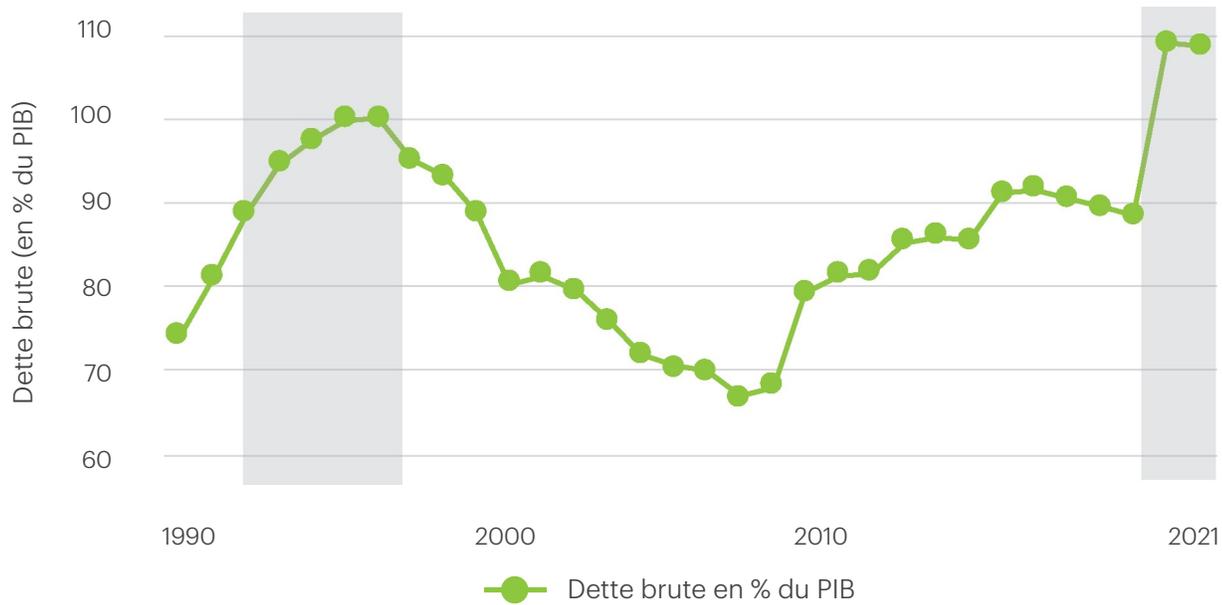
\*Prêts/emprunts nets (% du PIB)

La forte augmentation du risque budgétaire à l'échelle mondiale découle de deux effets, car le ralentissement important de l'activité économique se conjugue à l'adoption de vastes mesures d'aide budgétaire urgente, ce qui perturbe simultanément les revenus et les dépenses. Dans la figure ci-dessous, nous montrons que le déficit général du gouvernement prévu en 2020, conjugué à la forte contraction de la croissance mondiale, entraînera probablement une augmentation considérable de la dette publique brute d'ici la fin de 2020. Soulignons que les notations financières sont

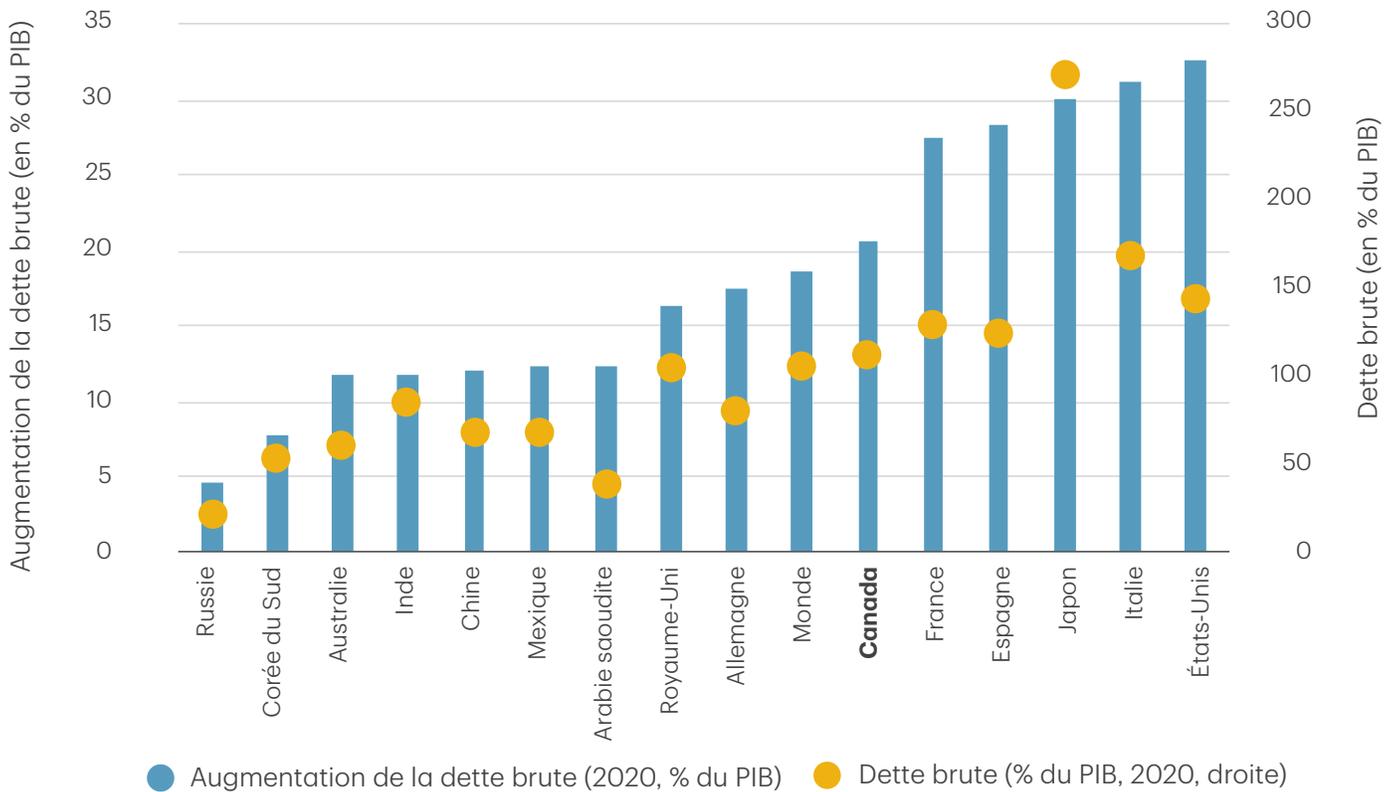
intrinsèquement relatives et que, si nous comparons la détérioration budgétaire au Canada à celle des pays comparables à l'échelle mondiale, nous pouvons voir, dans la partie droite de la **figure 2**, que la hausse prévue du ratio dette/PIB du Canada est conforme à la moyenne mondiale et, comparativement à d'autres pays émetteurs de titres de créance souverains de grande qualité, comme les États-Unis, la détérioration relative des finances publiques semble beaucoup moins grave.

# Souverain

**FIGURE 2 :** La situation budgétaire du Canada devrait se détériorer



Source : perspectives de l'économie mondiale du FMI, mise à jour de juin 2020.

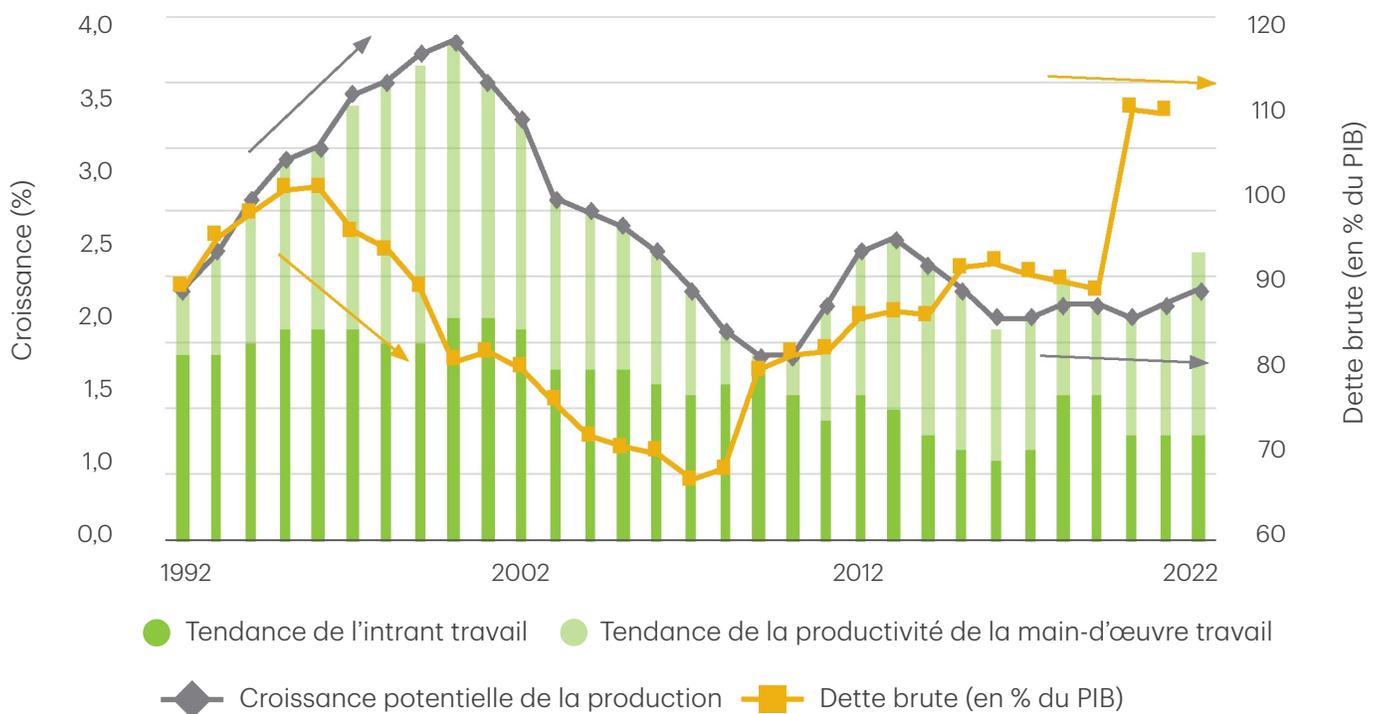


Source : Perspectives de l'économie mondiale du FMI, mise à jour de juin 2020.

Plus tôt cette année, Fitch Ratings a pris des mesures et abaissé la notation financière publique du Canada, la faisant passer de AAA à AA+, tandis que d'autres grandes agences publiques de notation l'ont laissée inchangée, malgré la détérioration financière et économique prévue. Notons que la dernière fois que le Canada a perdu sa convoitée notation AAA remonte au milieu des années 1990, ce qui coïncide avec la dernière fois où le ratio dette/PIB du pays s'est approché de niveaux semblables à ceux de cette année. Comme cette mesure clé devrait dépasser 110 % en 2020, on s'attend à ce

que les décideurs canadiens aient plus de difficulté à améliorer ce ratio de façon significative au cours des prochaines années. Dans le graphique ci-dessous, nous soulignons que le Canada a profité d'une période de forte croissance économique dans les années 1990, qui a favorisé le désendettement naturel par rapport aux sommets. Toutefois, étant donné les chocs causés par la pandémie de COVID-19 à l'économie canadienne et la croissance modérée de la productivité de la main-d'œuvre, la croissance potentielle devrait être inférieure à ce qu'elle était il y a trois décennies.

**FIGURE 3 :** La forte croissance des années 1990 a permis au Canada de réduire naturellement son endettement par rapport au sommet du ratio dette/PIB. À ce stade-ci, les perspectives de croissance actuelles n'offriront probablement pas la même marge de manœuvre pour un désendettement rapide.



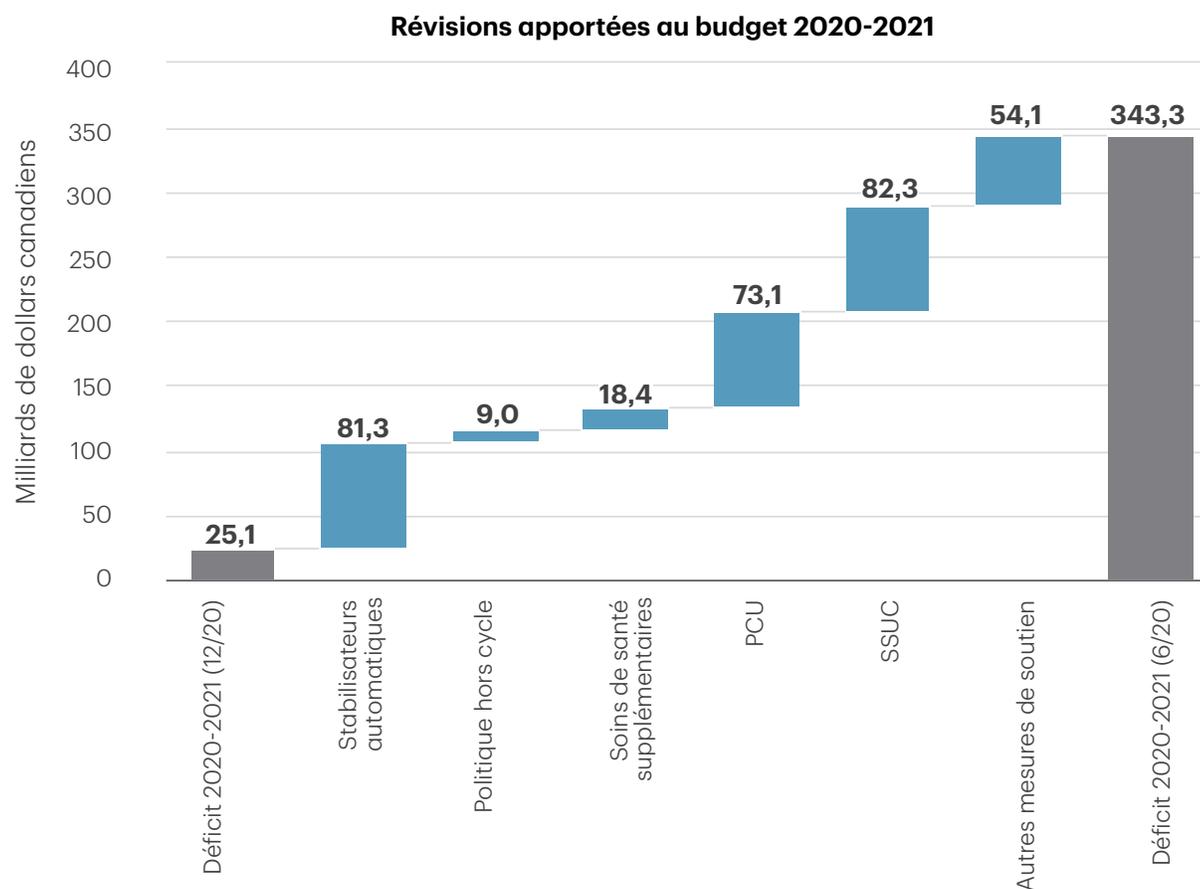
Sources : Banque du Canada et GPTD. Au 1<sup>er</sup> septembre 2020.

# Croissance

En l'absence d'une croissance économique robuste, comme celle observée au début des années 1990, l'assainissement budgétaire doit passer par des efforts soutenus de réduction du déficit sur plusieurs années, de sorte que le ratio dette/PIB suive une trajectoire baissière. Étant donné que les mesures de relance budgétaire domineront les révisions budgétaires en 2020 (**figure 4**) et que nous croyons que d'autres

mesures de relance pourraient être nécessaires, nous sommes d'avis que la plupart des pays (y compris le Canada) seront probablement aux prises avec un ratio dette/PIB élevé pendant un certain temps. Au Canada, le point positif est que la vaste majorité des mesures de relance (p. ex., la PCU et la SSUC) sont temporaires plutôt que structurelles et peuvent être renversées une fois que les conditions économiques se normaliseront.

**FIGURE 4 :** La plupart des révisions aux prévisions de déficit pour 2020 sont fondées sur les mesures de relance, qui sont temporaires et réversibles durant la reprise



Sources : Portrait économique et budgétaire du Canada (juillet 2020) et GPTD.

Encore une fois, dans notre processus d'analyse, la situation budgétaire est l'une des nombreuses dimensions du risque que nous analysons. Bien que nous mettions l'accent sur le risque supplémentaire découlant de la faiblesse du profil budgétaire, nous notons également que l'économie canadienne présente des points forts en matière de crédit de base, qui continueront d'être favorables. Il s'agit notamment de normes de gouvernance exceptionnelles, de paramètres économiques fondamentaux concurrentiels et d'un profil externe résilient. De plus, comme nous l'avons souligné ci-dessus, les pressions

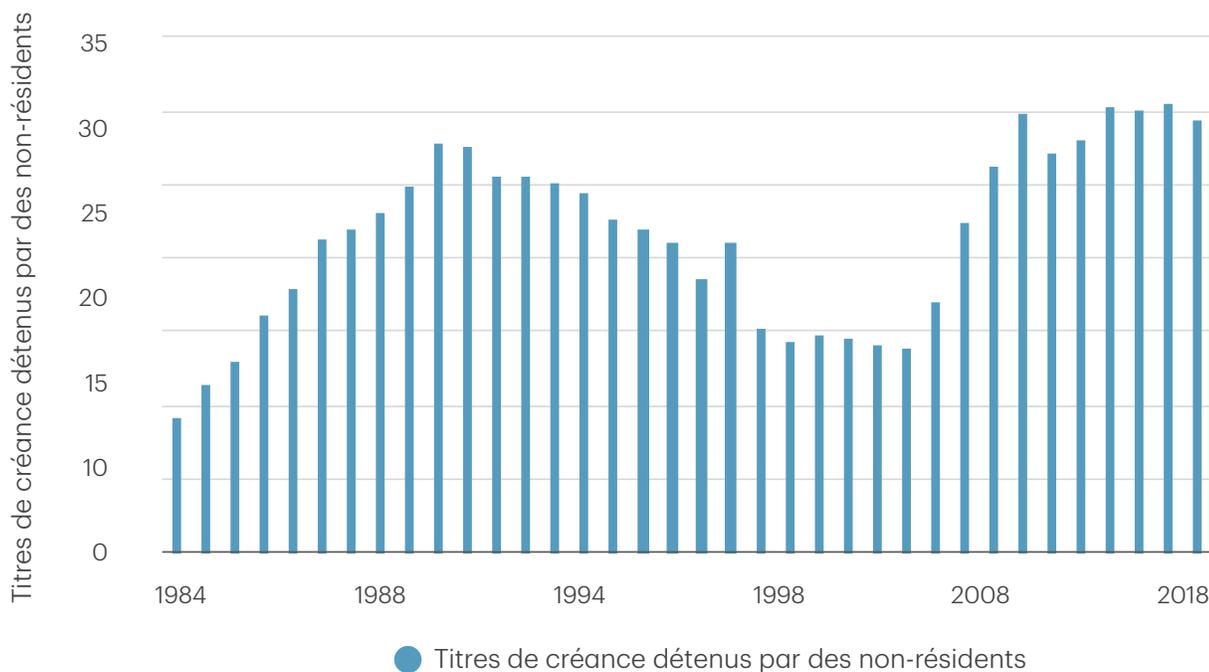
qui pèsent sur le profil de crédit du Canada ne sont pas uniques, car les gouvernements du monde entier devront composer avec des déficits et des niveaux d'endettement plus importants. Nous reconnaissons que les difficultés à court terme liées aux perspectives fondamentales ne sont imputables qu'au soutien des citoyens canadiens et aux mesures prudentes prises en période de crise. À l'heure actuelle, GPTD continue de privilégier les obligations de sociétés par rapport aux titres de créance souverains, en raison de leur taux de revenu avantageux ainsi que de leur plus grande rémunération pour le risque.

## Le maintien d'une note de qualité investissement solide et stable est d'une grande importance pour les pays émetteurs de titres souverains, comme le Canada, l'Allemagne et l'Australie

Bien que la décote de Fitch Ratings à la fin de juin n'ait pas été un événement marquant pour le marché, nous croyons qu'il est important que le gouvernement maintienne une solide note de qualité investissement, car une baisse continue de la solvabilité perçue du Canada pourrait éventuellement avoir un impact sur les évaluations. La **figure 5** ci-dessous montre que les non-résidents détiennent actuellement la plus forte proportion d'obligations du gouvernement du Canada depuis le sommet précédent en 1993. À notre avis, les non-résidents sont généralement perçus comme

des investisseurs qui sont plus à risque de retirer leurs capitaux que les investisseurs canadiens. Autrement dit, ces investisseurs sont plus sensibles à toute détérioration perçue des profils de crédit et la fuite potentielle de capitaux pourrait exercer des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt dans ce scénario peu probable. Même si nous estimons que ce scénario est peu probable, puisque nous ne prévoyons pas que le profil de crédit fondamental du Canada se détériorera considérablement, il importe de noter que nous surveillons cet événement à risque extrême.

**FIGURE 5 :** L'augmentation de la participation des non-résidents dans les obligations du gouvernement du Canada accroît la probabilité d'une rémunération plus élevée pour le risque si les données fondamentales se détériorent de façon importante



Sources : Tableaux de référence fiscale de Statistique Canada et GPTD.

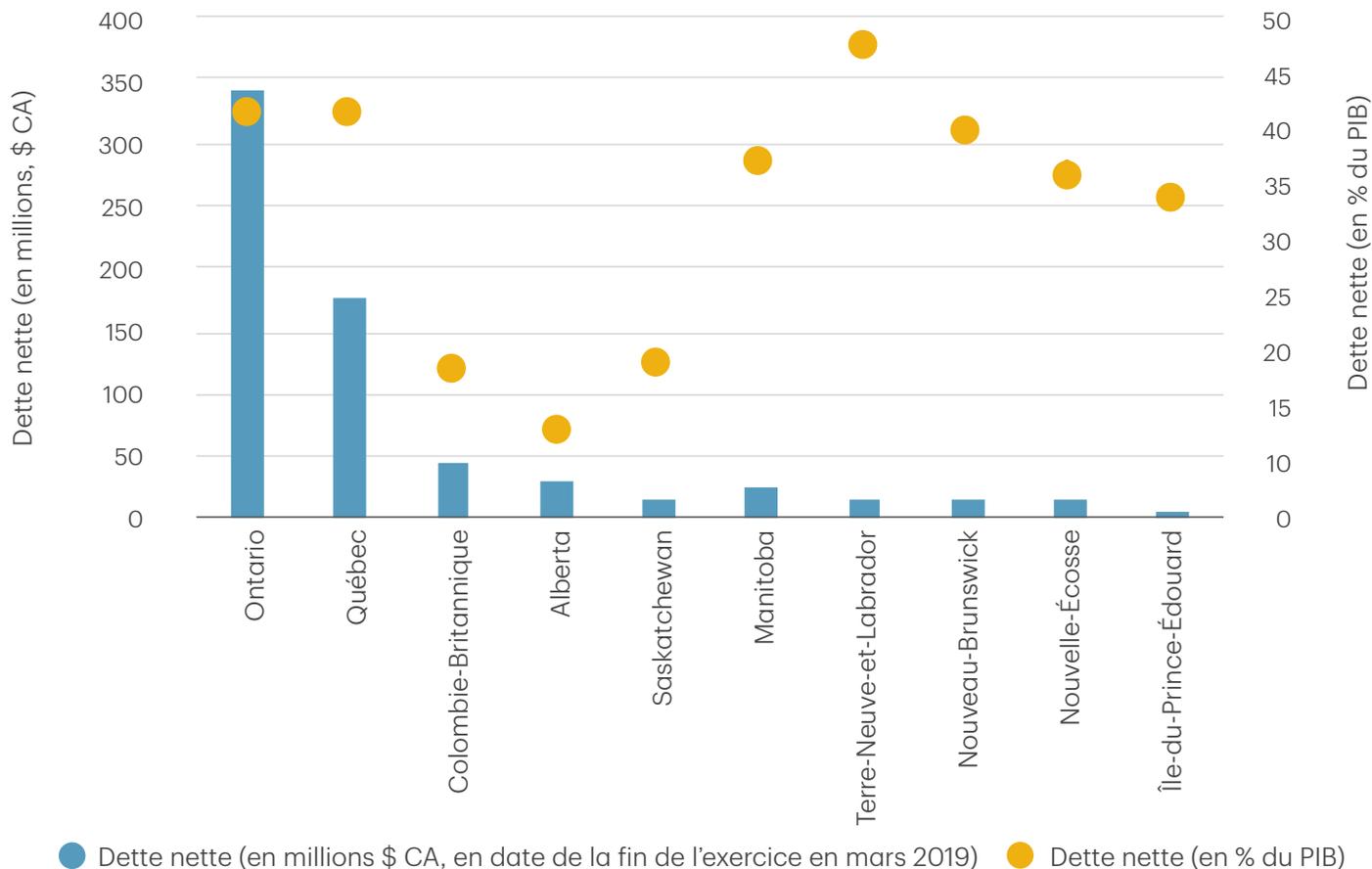
# Les titres provinciaux se heurtent à divers obstacles et le fardeau de la dette provinciale pourrait peser sur la solvabilité globale du Canada

Une analyse du crédit souverain canadien est incomplète si elle ne tient pas compte des provinces. N'oubliez pas que nos mesures budgétaires se situent au niveau du gouvernement général, ce qui englobe tous les paliers de gouvernement. Dans cette section, nous analysons les perspectives des provinces à l'égard de la dette et des budgets, non seulement pour repérer des occasions de valeur relative entre les provinces, mais aussi pour établir les perspectives du Canada en matière de crédit souverain.

Avec le début de la pandémie et la baisse des prix du pétrole, nous nous attendons à ce que les répercussions négatives sur leur profil budgétaire varient considérablement d'une province à l'autre. En raison des perspectives divergentes des provinces, celles-ci pourraient ne pas toutes être en mesure d'effectuer un ajustement budgétaire aussi rapidement ou énergiquement. Par exemple, les niveaux d'endettement net des provinces par rapport

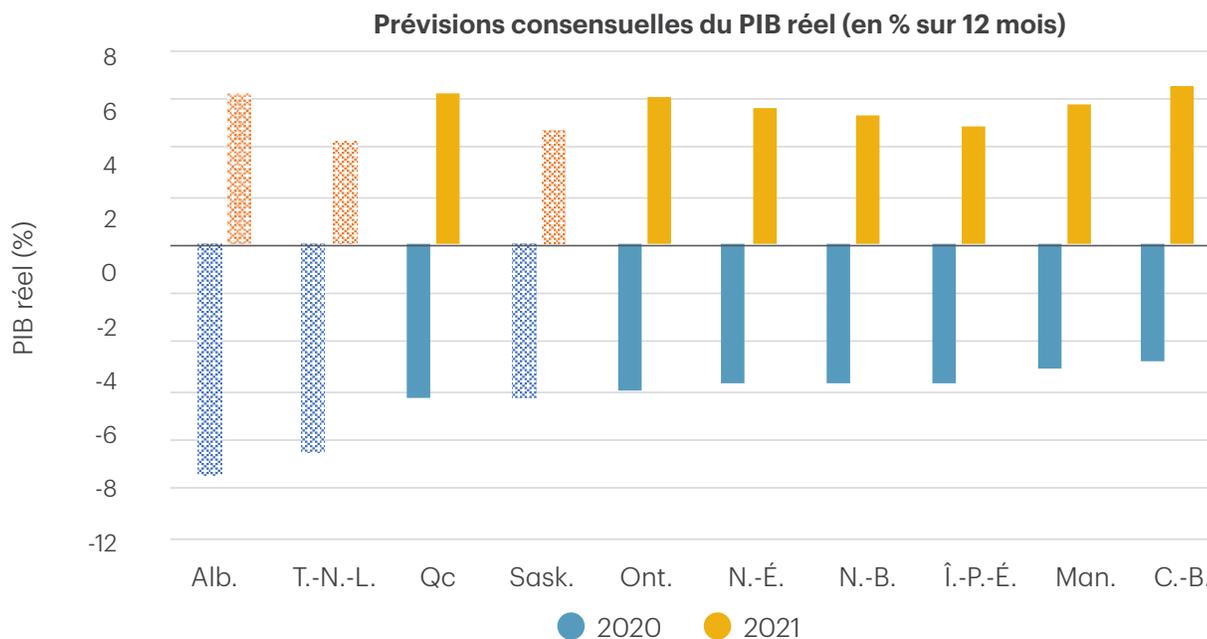
au PIB varient considérablement d'une province à l'autre, comme le montre la **figure 6** ci-dessous. Même avant la pandémie, de nombreuses provinces peinaient à contenir leurs déficits, ce qui a entraîné une accumulation de dettes qui posera des défis à nombre d'entre elles. De plus, les provinces productrices de pétrole (l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador) ont subi une décote des agences et doivent continuer de composer avec les perspectives économiques stagnantes, la faiblesse des revenus de redevances, la baisse de la production et la faiblesse des investissements dans le secteur de l'énergie. Pour cette raison, les provinces productrices de pétrole devraient connaître d'importantes contractions de leur croissance économique cette année, comme le montre la **figure 7**. À l'inverse, certaines provinces, comme le Québec et la Colombie-Britannique, affichaient un excédent structurel avant la pandémie et sont bien outillées pour améliorer leur situation budgétaire une fois que les risques liés à la COVID-19 se seront atténués.

**FIGURE 6 :** Le ratio dette nette/PIB varie d'une province à l'autre



Sources : tableaux de référence fiscale, Bloomberg Finance LP et GPTD. En date de mars 2019 (à la fin de l'exercice).

**Figure 7 :** Les provinces productrices de pétrole subiront les plus importantes contractions économiques et les plus modestes reprises (les principales provinces productrices de pétrole sont ombrées ci-dessous)



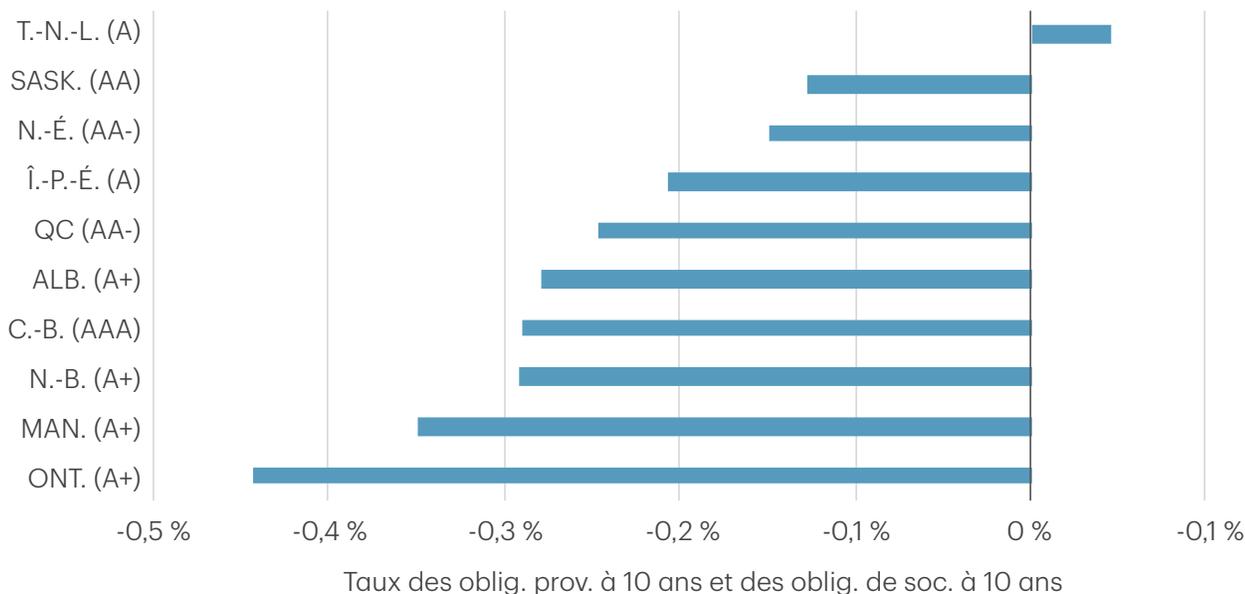
Sources : Tableaux de référence fiscale, Bloomberg Finance LP et GPTD. Au 1<sup>er</sup> septembre 2020.

Cela dit, le cadre institutionnel au Canada crée une relation spéciale entre le gouvernement fédéral et les provinces au moyen de la structure des paiements de transfert. Ces mesures supposent une certaine collaboration entre les gouvernements fédéral et provinciaux, ce qui peut réduire la probabilité de

risques extrêmes. Le marché semble tenir compte de ce facteur, comme nous l'indiquons dans la **figure 8** ci-dessous; les taux des titres provinciaux sont nettement inférieurs à ceux des obligations de sociétés libellées en dollars canadiens et assorties de la même note.

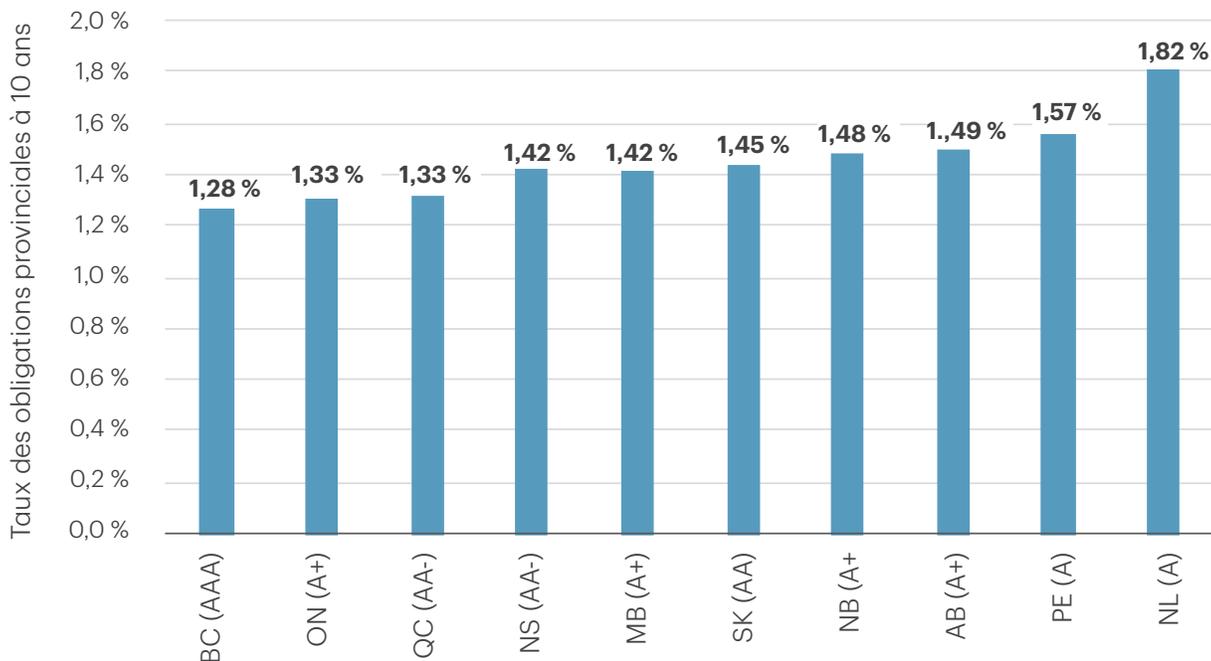
**FIGURE 8 :** Les taux des titres provinciaux évoluent dans une fourchette étroite

**Écart de taux : obligations provinciales et obligations de sociétés**



Sources : Tableaux de référence fiscale, Bloomberg Finance LP et GPTD. Au 1<sup>er</sup> septembre 2020.

## FIGURE 9 : Les taux des titres provinciaux évoluent dans une fourchette étroite



Sources : Bloomberg Financial LP et GPTD.

La figure 9 montre que presque toutes les provinces (à l'exception notable de la Colombie-Britannique, qui est notée AAA) sont généralement notées à l'intérieur de trois niveaux (de AA- à A) et que tous les taux des titres provinciaux évoluent dans une fourchette étroite, avec seulement environ 50 points de base d'écart entre les provinces affichant les taux les plus élevés et celles affichant les taux les plus faibles (Terre-Neuve-et-Labrador et la Colombie-Britannique, respectivement), malgré un écart de notation d'environ sept niveaux. Étant donné la faiblesse record des taux d'intérêt et notre opinion selon laquelle les taux d'intérêt devraient demeurer bas encore longtemps, nous estimons

qu'il est très peu probable que les coûts du service de la dette provinciale atteignent un seuil critique dans n'importe quelle province à court terme. Par conséquent, nous croyons que les titres provinciaux ne sont pas exposés à un risque de défaillance réel important selon la plupart des horizons de placement. En tant que gestionnaires d'obligations, nous devons aussi tenir compte de la volatilité potentielle des écarts de taux. L'histoire récente nous montre qu'avant un sauvetage (Grèce, Espagne, Irlande), la dette publique et les entités gouvernementales connexes peuvent connaître une volatilité élevée et un élargissement marqué des écarts de taux.

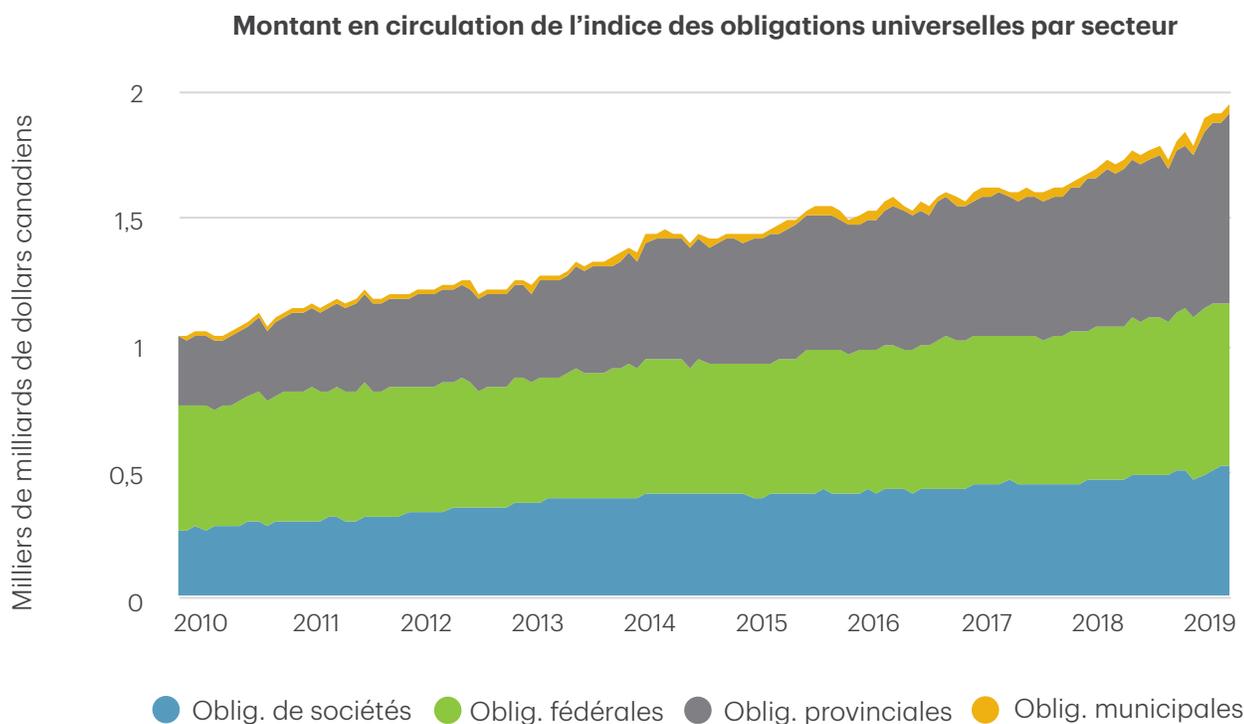


## La part des titres municipaux au Canada est petite et ceux-ci offrent actuellement des occasions de valeur ajustée au risque limitées

Le marché des obligations municipales au Canada ne représente qu'une très petite portion non liquide de l'ensemble des titres de créance au Canada, comme le montre la **figure 10**, selon le montant total des titres en circulation regroupés par secteur dans l'indice des obligations universelles FTSE Canada. Bien que cela témoigne de la profondeur limitée du marché des titres municipaux et, par conséquent, du nombre limité d'occasions importantes ajustées au risque, cela indique également que les titres municipaux représentent une très faible proportion

du fardeau de la dette publique générale du Canada. Pour cette raison, la dette des municipalités locales n'influe pas sensiblement sur la situation budgétaire générale du gouvernement. Toutefois, nous pensons que les municipalités font face à des défis particuliers qui ne cadrent pas avec le niveau de rémunération pour le risque offert sur le marché. Nous croyons qu'il y a deux principaux facteurs fondamentaux à prendre en compte dans l'évaluation des titres de créance municipaux.

**FIGURE 10 :** Les titres municipaux au Canada ne représentent que 2,1 % de l'indice des obligations totales canadiennes



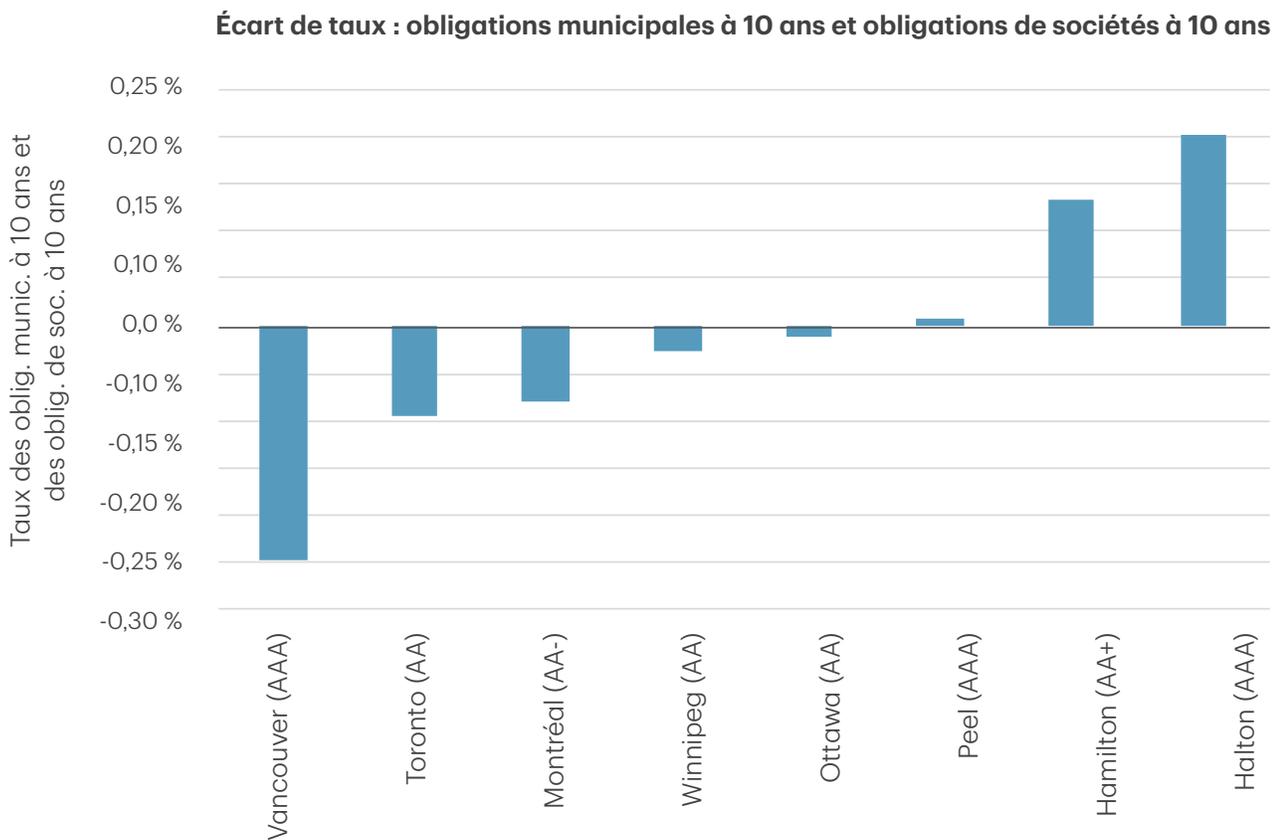
Source : Indices FTSE.

# Universelles

Premièrement, les gouvernements municipaux sont tenus par la loi d'avoir des budgets d'exploitation équilibrés et ne peuvent émettre des titres de créance que pour financer des dépenses en immobilisations. Deuxièmement, les revenus des municipalités sont beaucoup plus restreints, se limitant essentiellement aux impôts fonciers et aux frais d'utilisation divers, comme les revenus du transport en commun. Bien que les budgets d'exploitation équilibrés et les sources de revenus relativement prévisibles aient soutenu des notes de crédit très élevées par le passé, la COVID-19 a probablement perturbé ces facteurs de stabilité. Par exemple, les impôts fonciers ont été reportés dans le

cadre des mesures de relance liées à la COVID-19. Les frais d'utilisation ont aussi souffert du repli de l'activité économique. Par ailleurs, les dépenses d'exploitation (p. ex., police, incendie) sont restées généralement fixes pour les municipalités. Ces facteurs font en sorte que les municipalités enregistrent des déficits d'exploitation, qui ne peuvent être financés par l'émission de nouveaux titres de créance. Bien qu'une partie des 19 milliards de dollars du Cadre de relance sécuritaire sera allouée aux municipalités, il faudra probablement plus d'argent pour combler les trous dans les budgets municipaux.

**FIGURE 11 :** Les titres municipaux offrent des occasions limitées de hausse des taux de revenu par rapport aux obligations de sociétés assorties d'une note semblable, malgré des liquidités insuffisantes



Source : Bloomberg Finance L.P., au 1<sup>er</sup> septembre 2020.

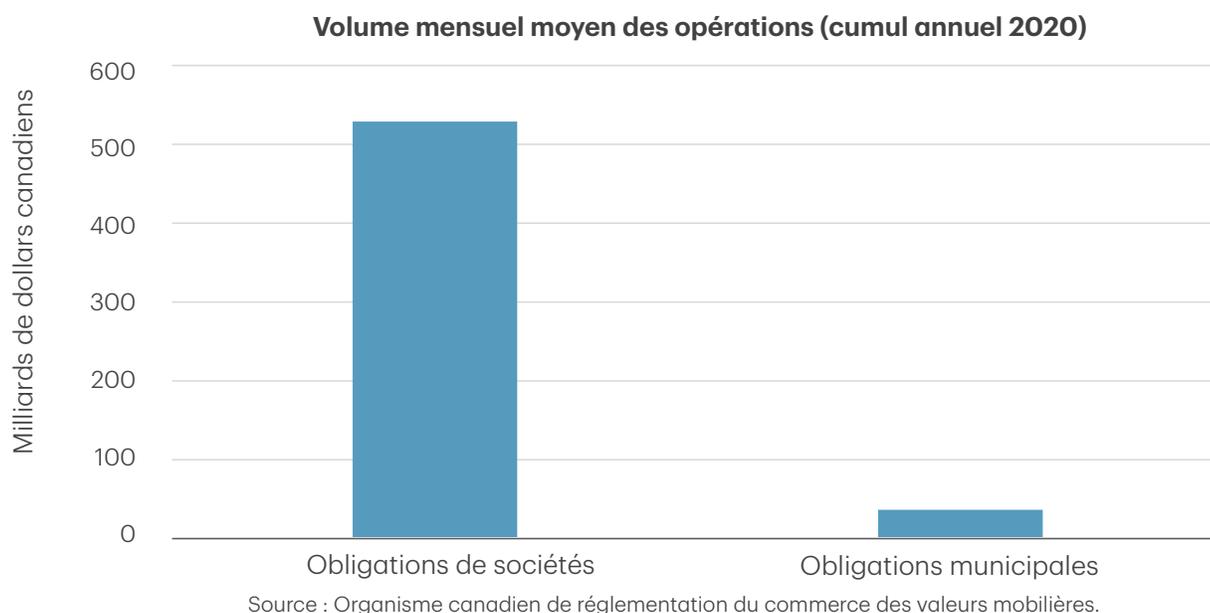
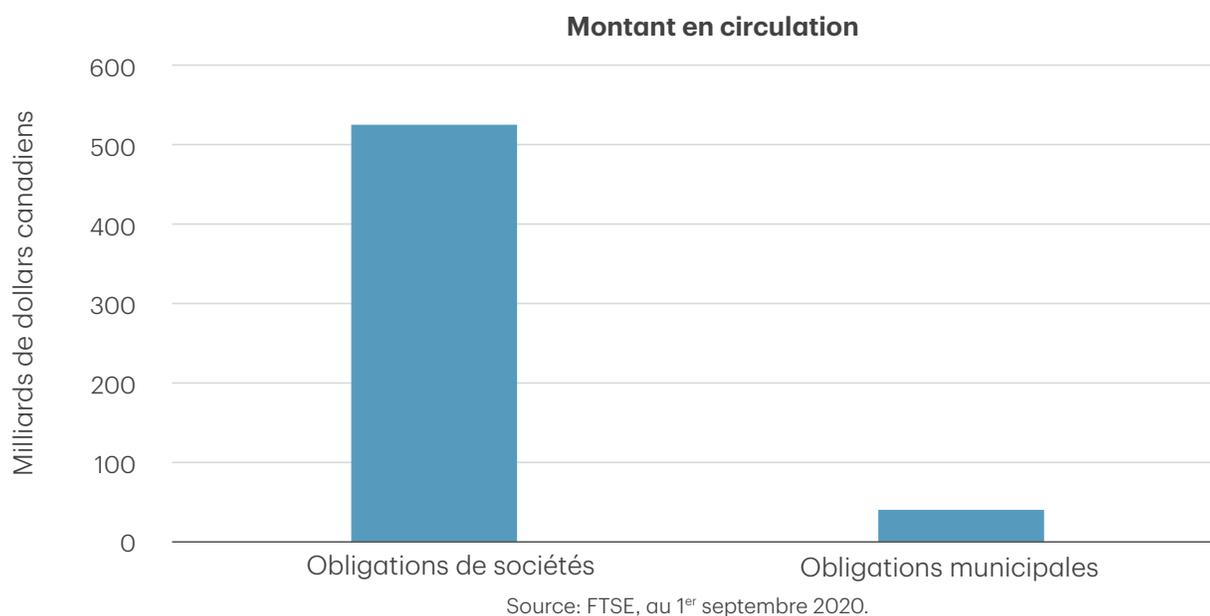
Prévisibles

Bien que les perspectives fondamentales impliquent un certain degré d'incertitude, nous voyons peu d'occasions de valeur relative dans le secteur. Tout d'abord, comme vous pouvez le voir à la **figure 11** ci-dessus, les obligations municipales offrent très peu d'occasions de hausse des taux de revenu par rapport aux obligations de sociétés assorties d'une note semblable au Canada. Ces occasions limitées de hausse des taux de revenu se présentent malgré les problèmes de liquidités du marché, que nous présentons de nouveau à la **figure 12** ci-dessous. La taille du marché des obligations municipales au Canada représente le douzième de celle du marché des obligations de sociétés canadiennes,

et le volume mensuel moyen des opérations des obligations municipales en 2020, qui ne s'élevait qu'à 3,5 milliards de dollars, représente le quinzième de celui des obligations de sociétés.

À notre avis, les investisseurs ne sont pas du tout rémunérés pour l'illiquidité du marché, car la majorité du marché offre des concessions de taux par rapport aux obligations de sociétés assorties d'une note semblable. Pour les nombreuses raisons énumérées ci-dessus, nous continuons de voir beaucoup plus d'occasions de valeur ajustée au risque sur le marché des obligations de sociétés.

**FIGURE 12 :** Le marché des obligations municipales offre des niveaux de liquidités inférieurs à ceux du marché des obligations de sociétés, qui est beaucoup plus important sur le plan de la taille globale et dont le volume des opérations est beaucoup plus élevé



# L'évaluation de la solvabilité fondamentale des titres souverains est un élément essentiel de la construction dynamique d'un portefeuille de titres à revenu fixe

Comme nous l'avons vu, la pandémie entraîne une certaine détérioration fondamentale et, dans le contexte de la faiblesse record des taux, nous pouvons conclure que la valeur ajustée au risque des obligations souveraines, provinciales et municipales est limitée en ce moment dans le cadre d'un positionnement actif. À mesure que la pandémie évolue, la collaboration entre notre équipe de gestion active de portefeuille et nos analystes de recherche attirés nous permet d'évaluer correctement le risque, non seulement en fonction des prix du marché, mais aussi des paramètres fondamentaux sous-jacents, qui continuent d'évoluer chaque jour. ■

# Dynamique

Suivez Gestion de Placements TD



Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. aux 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, du fait de 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. 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 Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. MD Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.

(0920)