

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Crise économique liée à la pandémie de COVID-19

Malgré plusieurs risques, nous pouvons rester plutôt optimistes sur la reprise

Ça va bien aller! Ce mantra maintenant omniprésent dans notre quotidien entretient l'espoir d'une fin heureuse à cette crise. Que la vie reprendra son cours normal. Que les travailleurs au chômage forcé retrouveront leur gagne-pain. Pour certains, cela peut sembler un scénario rose bonbon et, pourtant, il demeure probable! Nous pourrions effectivement observer un vif rebond économique au cours des prochains mois. Après les fermetures de masse d'entreprises, nous devrions voir plusieurs réouvertures, lesquelles amèneront une forte contribution positive à l'économie. Notre scénario de prévisions économiques de base reflète cette ligne de pensée. Pour certaines entreprises et certains secteurs d'activités, le retour à la normale pourrait cependant être plus long.

En même temps, toutes les prévisions économiques sont teintées d'incertitude. C'était vrai avant la pandémie de COVID-19 et ça l'est encore plus maintenant. Il est possible que la reprise soit plus vigoureuse si de meilleures connaissances sur le virus et la découverte rapide de traitements accélèrent le retrait d'un plus grand nombre de mesures contraignantes pour l'économie. À l'inverse, plusieurs mesures sanitaires pourraient devoir être maintenues plus longtemps, ce qui assombrirait les prévisions économiques. Cela est sans compter d'autres facteurs de risque qui pourraient aggraver la situation.

L'évolution de la pandémie et du déconfinement reste très incertaine

À juste titre, plusieurs gouvernements ont mis en place au cours du mois de mars des mesures sanitaires et de confinement pour freiner la propagation de la COVID-19 et limiter le nombre de décès. Cela a entraîné une baisse considérable de l'activité économique en mars et le mois d'avril aura été encore plus pénible. Pour la suite, plusieurs scénarios sont envisageables.

Le scénario nous semblant le plus probable pour l'instant est celui d'une réouverture de plusieurs entreprises au cours du printemps, y compris les garderies et les écoles. C'est le signal envoyé par plusieurs gouvernements dans le monde. Cela provoquerait un rebond de l'activité économique qui limiterait la chute du PIB réel dans plusieurs pays pour le deuxième trimestre. Profitant de cet élan, le troisième trimestre serait plutôt robuste et d'autres réouvertures d'entreprises durant l'été pourraient gonfler les résultats. Le reste du rattrapage s'échelonne probablement sur une plus longue période. Par exemple, les industries aérienne et touristique pourraient prendre plus de temps à s'en remettre. Une réouverture complète des frontières semble peu probable tant qu'un vaccin ou un traitement efficace n'aura pas été découvert et en mesure d'être distribué à grande échelle. La plupart des activités impliquant de grands rassemblements de gens risquent aussi de demeurer interdites d'ici là.

Évidemment, ce scénario est conditionnel à ce que la pandémie demeure bien maîtrisée. Advenant que cela ne soit pas le cas, les plans de réouverture pourraient vite être abandonnés. Sans gros rebond aux mois de mai et de juin, la chute du PIB réel au deuxième trimestre serait plus prononcée. Une légère amélioration pourrait être observée au cours des troisième et quatrième trimestres en supposant que certaines entreprises rouvriraient tout de même graduellement. La cadence de l'économie pourrait s'accélérer davantage lorsqu'un vaccin ou un traitement serait découvert et rendu disponible à grande échelle.

Dans un autre type de scénario, il se pourrait que la pandémie puisse être maîtrisée un certain temps, mais qu'une deuxième vague arrive plus tard. Ainsi, plusieurs entreprises pourraient reprendre leurs activités à court terme, peut-être même plus vite qu'escompté dans nos prévisions actuelles. Un troisième trimestre robuste serait toujours au menu, mais les choses pourraient se corser vers la fin de l'été. Une deuxième vague de forte ampleur de cas de COVID-19 pourrait forcer les gouvernements à appliquer de nouvelles mesures sanitaires et de confinement. L'activité économique rechuterait à l'automne et reprendrait graduellement aux trimestres suivants.

Ainsi, l'allure et le degré de sévérité de la crise risquent de diverger fortement selon l'évolution de la pandémie et le rythme

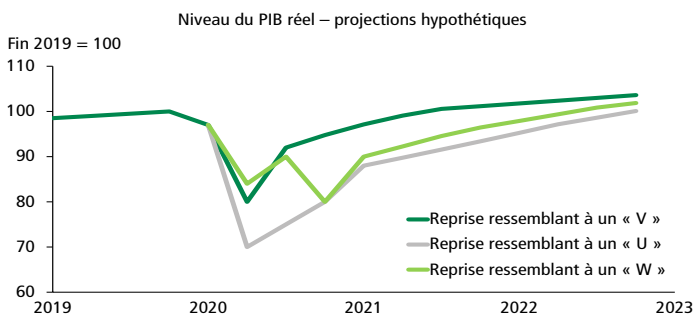
François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste en chef adjoint • Hendrix Vachon, économiste principal

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2020, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

de réouverture des entreprises. Dans le scénario privilégié, l'évolution du PIB réel ressemblerait davantage à un « V ». Il s'agit d'un scénario moins sévère que ceux où la pandémie serait moins bien maîtrisée et où l'évolution du PIB réel aurait davantage l'apparence d'un « U » ou d'un « W » (graphique 1). Notons que la réalité pourrait finalement ne pas être aussi bien définie. Nous pourrions avoir un « V » plus déformé, un « U » de sévérité différente ou un « W » réparti différemment dans le temps et plus ou moins symétrique. Il reste que c'est de l'économie et non de la calligraphie!

GRAPHIQUE 1 L'allure de la reprise va fortement dépendre de la durée des mesures de confinement



Source : Desjardins, Études économiques

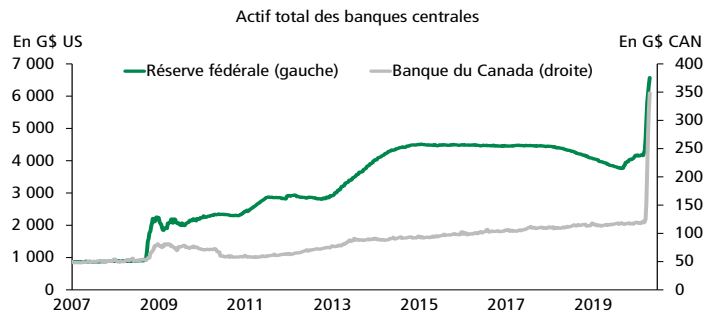
Les gouvernements et les banques centrales ont ouvert les vannes

Plusieurs actions ont été prises par les gouvernements et les banques centrales pour soutenir les entreprises, les ménages et les marchés financiers. Cela devrait aider à limiter les dégâts à court terme et nous incite à croire en un scénario relativement optimiste quant à la reprise à venir.

Les banques centrales ont été les plus rapides à agir avec des baisses de taux d'intérêt et différents programmes d'achat d'actifs. Les banques centrales des principaux pays avancés ont maintenant toutes des taux directeurs négatifs ou près de zéro. La taille de leur bilan est également en forte progression. À titre d'exemple, celui de la Réserve fédérale (Fed) est passé d'environ 4 000 G\$ US à plus de 6 000 G\$ US en l'espace d'un mois seulement (graphique 2). Plusieurs s'attendent à ce que la barre des 10 000 G\$ US soit atteinte d'ici la fin de l'année. Cela correspondrait à près de 50 % de la taille de l'économie américaine.

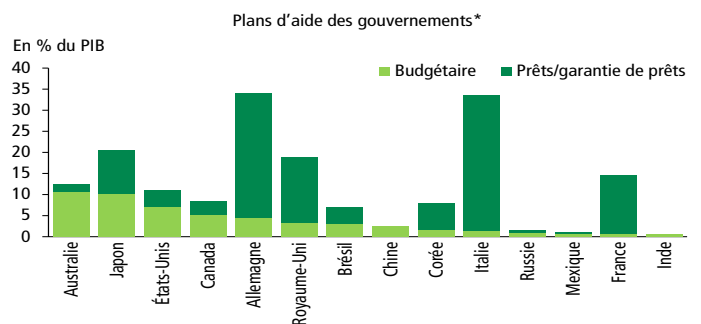
Du côté des gouvernements, l'aide se présente sous la forme de différents programmes visant essentiellement à limiter le choc sur les revenus des travailleurs ayant été forcés d'arrêter de travailler et à soutenir financièrement les entreprises. Les programmes sont un amalgame de transferts et de prêts ou de garanties de prêts totalisant souvent plus de 10 % du PIB (graphique 3).

GRAPHIQUE 2 La taille des bilans des banques centrales augmente très rapidement



Sources : Datastream, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 3 Les plans d'aide des gouvernements se sont multipliés



* Données au 8 avril 2020.

Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

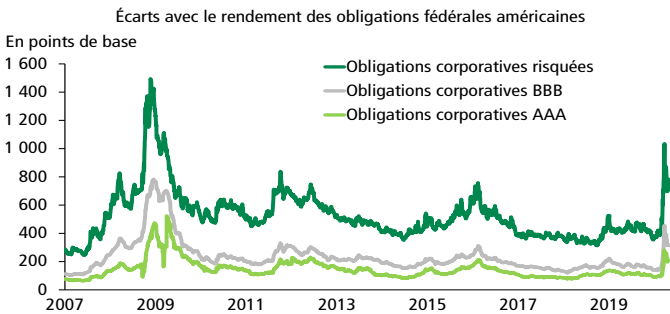
D'autres mesures pourraient s'ajouter pour soutenir l'économie, notamment lorsque le déconfinement sera bien amorcé.

Il peut tout de même y avoir des doutes sur l'efficacité de toutes ces mesures

Avant la crise actuelle, il y avait déjà des interrogations sur l'efficacité des politiques monétaires dans certains pays, notamment en Europe, où des taux d'intérêt négatifs y sont appliqués depuis presque six ans et semblent n'avoir qu'un effet limité sur l'économie et l'inflation. L'endettement des gouvernements peut également susciter des inquiétudes. Tôt ou tard, il faudra bien payer la note.

À court terme, ces enjeux ne devraient pas miner la reprise économique. Il apparaît clair que les actions des banques centrales ont aidé, notamment en réduisant le risque d'une crise financière. Le système financier est maintenant inondé de liquidités et le fait que des banques centrales ont étendu leurs achats à une plus grande gamme d'actifs, dont des obligations d'entreprises, contribue à réduire plusieurs primes de risque qui avaient fortement augmenté (graphique 4 à la page 3). La réduction des taux d'intérêt directeurs était également nécessaire

GRAPHIQUE 4
Les écarts de taux d'intérêt avaient fortement augmenté en mars



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

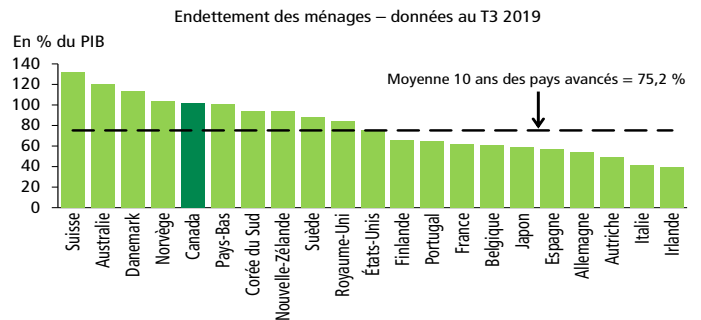
pour s'assurer que les consommateurs et les entreprises puissent bénéficier de conditions de financement appropriées en cette période difficile.

Les actions des banques centrales réduisent également le coût de l'endettement pour les gouvernements. En Europe, étant donné que plusieurs taux obligataires se situent en territoire négatif, la capacité de payer des gouvernements peut difficilement se détériorer radicalement. Ça peut tout de même sembler beaucoup d'argent dépensé en peu de temps, mais il faut aussi penser aux conséquences de ne pas intervenir. Les travailleurs et les entreprises subiraient des effets néfastes plus persistants et, au bout du compte, cela pourrait s'avérer plus coûteux pour les gouvernements.

Il reste que les actions des gouvernements et des banques centrales pourraient ne pas avoir que des avantages à plus long terme, surtout si la crise devait durer plus longtemps que prévu et être plus sévère. Par exemple, les achats massifs des banques centrales pourraient amener des distorsions dans la valeur des classes d'actifs, lesquelles pourraient se traduire par des bulles et accroître la volatilité sur les marchés financiers. Par ailleurs, cela pourrait amener une allocation moins efficace du capital et une croissance économique plus faible à plus long terme. Les politiques monétaires accommodantes pourraient aussi créer un problème sur le plan de l'endettement des ménages. Dans plusieurs pays, dont le Canada, la dette des ménages était déjà élevée avant la crise (graphique 5). Des mesures macroprudentielles pourraient par contre freiner un éventuel emballement de ce côté.

Quant aux gouvernements, il est difficile de savoir jusqu'où ils peuvent s'endetter sans causer plus de tort que de bien à l'économie. Cela dit, lors de la Grande Récession de 2008-2009, le poids des dettes publiques avait fortement augmenté et une crise des dettes souveraines avait ensuite affecté plusieurs pays européens à la santé financière jugée fragile. Il est possible qu'une forte progression des dettes des gouvernements conduise à une nouvelle crise de confiance dans la capacité de certains

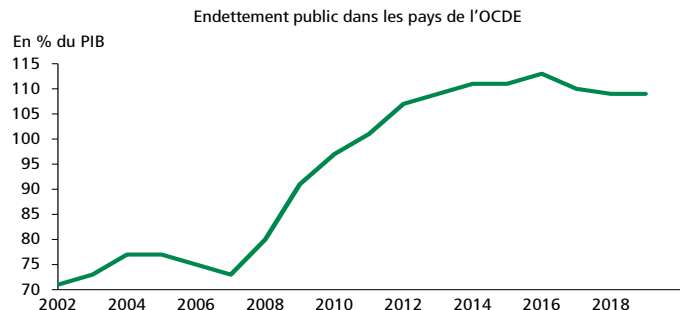
GRAPHIQUE 5
L'endettement des ménages est déjà élevé dans plusieurs pays



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

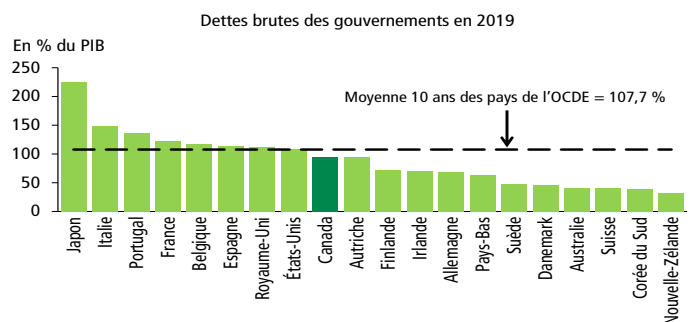
gouvernements à rembourser leurs emprunts. Ce qui n'aide pas, c'est que l'endettement public dans les pays avancés n'a pas beaucoup diminué après sa forte progression il y a dix ans (graphique 6). Le ratio moyen de la dette publique des pays avancés dépassait encore 100 % du PIB en 2019. Certains pays présentent toutefois une situation financière plus enviable que d'autres, comme le Canada et l'Allemagne (graphique 7).

GRAPHIQUE 6
L'endettement public a fortement augmenté en raison de la crise de 2008-2009 et n'a jamais vraiment diminué après



OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques
 Sources : OCDE et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 7
Les gouvernements n'avaient pas tous la même marge de manœuvre



OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques
 Sources : OCDE et Desjardins, Études économiques

Il faut aussi mentionner qu'à moins d'une poussée de l'inflation, ce qui semble peu probable, les taux d'intérêt devraient demeurer faibles pendant plusieurs années. Cette situation devrait aider les gouvernements à gérer le poids de leurs dettes. Cela est sans compter que les banques centrales devraient maintenir une forte détention d'obligations gouvernementales, même après la crise. La Fed, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BoJ) l'ont fait durant la dernière décennie, et l'inflation ne s'est jamais emballée pour autant. Il reste que les banques centrales devront demeurer aux aguets dans la gestion de leurs différents leviers d'intervention. Advenant une demande trop stimulée par rapport à l'offre, l'inflation pourrait devenir problématique et nécessiter un changement de stratégie.

Plusieurs entreprises pourraient sortir affaiblies de cette crise

Peu importe le scénario, il sera difficile de sauver toutes les entreprises. Évidemment, plus la crise sera longue et sévère, plus le nombre d'entreprises en difficulté financière risquera d'augmenter. Par ailleurs, même si les coûts d'emprunt ont diminué avec l'aide des programmes des banques centrales et des gouvernements, les conditions de crédit sont encore loin d'être celles qui existaient avant la crise. Cela pourrait encore compliquer certains refinancements. Il est probable aussi que des entreprises voient leur cote de crédit abaissée, ce qui s'ajoutera aux difficultés.

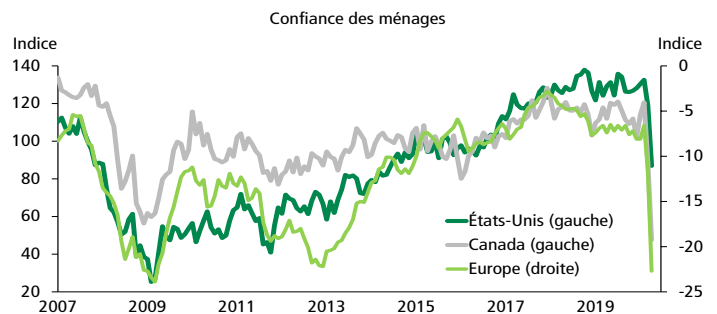
Les plans d'aide pourraient néanmoins être réajustés au besoin pour limiter les dégâts potentiels. Rapidement, la Fed a modifié son programme d'achat d'obligations corporatives pour y inclure des obligations de moins bonne qualité. En contrepartie, si les banques centrales augmentent leur détention d'actifs risqués, cela pourrait éventuellement se traduire par des pertes pour celles-ci. Au bout du compte, ce sont probablement les gouvernements qui paieront la note, ce qui s'ajouterait aux coûts des différentes mesures de soutien. Aux États-Unis, le gouvernement a octroyé un capital de près de 200 G\$ US à la Fed pour la mise en place du programme d'achat d'obligations de moins bonne qualité. Absorber les pertes par de la création monétaire serait plus risqué du point de vue de l'inflation.

Somme toute, nous demeurons assez optimistes quant à la capacité des gouvernements et des banques centrales à sauver plusieurs entreprises. La plupart de celles-ci devraient être en mesure de rouvrir au fur et à mesure qu'elles seront autorisées à le faire. À plus long terme, il faudra tout de même surveiller leur capacité à investir, que ce soit en recherche et en développement, dans la formation, ou dans tout autre projet susceptible de générer de la croissance à long terme.

La confiance pourrait ne pas être au rendez-vous

Partout sur la planète, les indicateurs de confiance se sont effondrés (graphique 8), ce qui est plutôt normal considérant le nombre d'entreprises et de travailleurs touchés par la crise actuelle. Cela dit, est-ce que ces indicateurs vont remonter

GRAPHIQUE 8
La confiance est rapidement tombée



Sources : Datastream, Conference Board et Desjardins, Études économiques

rapidement? C'est un enjeu important pour les prévisions économiques.

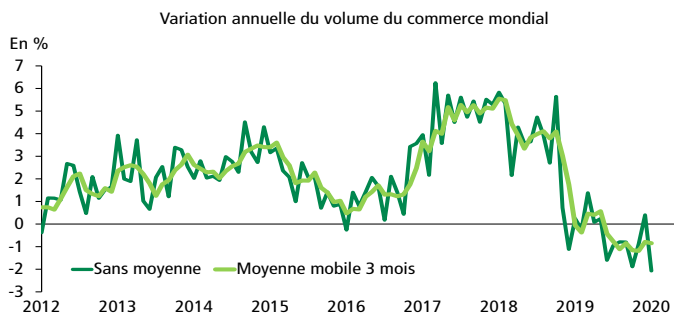
On peut penser que dans un scénario où la pandémie demeure maîtrisée et où la réouverture de l'économie suit son cours, la confiance pourrait augmenter plus rapidement. Néanmoins, les entreprises et les ménages pourraient tout de même douter de la robustesse de la reprise et craindre des effets à plus long terme de la crise. Le maintien de certaines mesures sanitaires et de confinement pourrait rappeler que rien n'est gagné et que la situation pourrait rapidement se détériorer à nouveau. Les travailleurs pourraient percevoir une plus grande précarité sur le marché du travail. Des entreprises pourraient tarder à réembaucher tout leur personnel. L'endettement des gouvernements pourrait aussi inquiéter et miner la confiance.

Il semble donc préférable de rester prudent sur cet aspect de la reprise économique. Pour l'instant, nous affichons un optimisme modéré quant à l'évolution de la confiance. Dans plusieurs pays, une accélération des dépenses des gouvernements, notamment dans les infrastructures, devrait aider à compenser l'hésitation appréhendée du côté de la consommation et de l'investissement à court terme.

Démondialisation accrue

Plusieurs se demandent si cette crise changera la façon dont l'économie mondiale fonctionne. Les pénuries pour certains médicaments et fournitures médicales pourraient encourager plusieurs pays à rapatrier de la production localement. Le processus semble déjà enclenché. Cela pourrait dépasser le secteur de la santé. D'autres produits stratégiques pourraient être identifiés, notamment dans l'alimentation. C'est sans compter certaines habitudes de consommation susceptibles de changer. En somme, nous pourrions connaître une sorte de démondialisation au cours des prochaines années.

Déjà depuis 2019, avec la montée du protectionnisme américain, le commerce mondial s'était considérablement affaibli (graphique 9 à la page 5). Cette tendance pourrait finalement

GRAPHIQUE 9
Le commerce mondial est en recul depuis 2019


Sources : CPB - Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis et Desjardins, Études économiques

se prolonger au cours des prochaines années avec de nouvelles mesures protectionnistes. Par exemple, les plans de relance des gouvernements pourraient privilégier des achats locaux comme cela avait été observé lors de la crise de 2008-2009. Les tensions entre la Chine et les États-Unis risquent également de refaire surface.

Les échanges commerciaux sont généralement reconnus comme étant une source de gains d'efficacité contribuant à soutenir la croissance économique à long terme et à limiter la progression des prix. Au bout du compte, moins d'échanges pourraient signifier un peu moins de croissance économique à l'échelle de la planète et un peu plus d'inflation. Par contre, les effets se feraient surtout sentir à plus long terme. Cela a donc moins d'incidence sur nos prévisions à court terme. Qui plus est, avant même la pandémie, nous étions déjà prudents par rapport au risque de résurgence des tensions commerciales.

Beaucoup d'incertitude pour les prochains trimestres

Réaliser des prévisions économiques est un exercice particulièrement difficile dans le contexte actuel. L'évolution de la pandémie et la durée des mesures de confinement devraient considérablement influencer l'allure de la reprise économique au cours des prochains trimestres. Cela devrait aussi influencer plusieurs autres éléments de risque. Une plus longue pause imposée aux entreprises pourrait accroître leurs difficultés financières et réduire leur capacité à investir par la suite. L'endettement des gouvernements devrait être plus élevé si le confinement dure plus longtemps. Les banques centrales pourraient aussi devoir intervenir plus longtemps, ce qui augmenterait le risque d'effets contre-productifs à plus long terme. La menace protectionniste pourrait aussi augmenter avec la sévérité de la crise. Cela est sans compter l'incertitude entourant l'évolution à venir de la confiance des consommateurs et des entreprises.

Cela dit, les derniers développements nous encouragent à demeurer plutôt optimistes. Après des mois de mars et d'avril très difficiles, nous devrions voir une nette amélioration. Plusieurs gouvernements commencent à autoriser l'ouverture d'entreprises et des écoles. Il faut aussi garder espoir dans les recherches visant à mieux connaître le virus et à trouver un traitement ou un vaccin. Si la pandémie reste maîtrisée, nous pourrions alors sauver à la fois des vies et l'économie. Oui, ça pourrait bien aller!

Hendrix Vachon, économiste principal