

La contagion de la crainte

- Les craintes d'une éventuelle pandémie du coronavirus déferlent sur le monde entier. Les marchés sont nerveux : les données objectives se font rares.
- Puisque le premier cas a maintenant été signalé au Canada, nombreux sont ceux qui se rappellent le SRAS de 2003, dont le Canada a été l'un des épicentres. On pourrait faire valoir que la plus grande leçon (économique) à tirer de cette expérience est que la crainte est le plus grand risque pour les perspectives.
- Il est difficile d'estimer l'incidence de la pandémie du SRAS sur l'économie canadienne, puisqu'elle s'est confondue avec le ralentissement de l'économie américaine, l'invasion de l'Irak et d'autres événements; toutefois, la Banque du Canada a estimé qu'elle avait amputé de 0,6 point la croissance annualisée au T2 de 2003, soit un peu plus de 0,1 % au niveau du PIB.
- Bien qu'il soit prématuré de s'avancer sur l'évolution de l'épidémie actuelle du coronavirus, nous estimons qu'une pandémie équivalente à celle du SRAS aujourd'hui pourrait avoir un impact comparable sur l'économie canadienne, avec un choc estimé à un peu plus de 0,1 % sur le niveau du PIB d'ici le milieu de 2020, moment à partir duquel la pandémie devrait être maîtrisée. Cette estimation comporte un degré considérable d'incertitude, puisque les risques penchent pour un impact potentiellement plus retentissant.
- L'effet ne devrait pas être suffisamment important pour déclencher un malaise économique plus vaste; or, pourrait-il finalement pousser le gouverneur Poloz dans ses derniers retranchements pour stimuler proactivement l'économie dans sa prochaine décision sur les taux?

HIER ET AUJOURD'HUI

Il faut se rappeler que le syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) avait plongé le monde dans la crainte au début de 2003. Les premiers cas aigus ont vu le jour en novembre 2002 dans la province du Guangdong en Chine. Ils se sont propagés à Hong Kong en février 2003 : les voyageurs infectés ont aussitôt transmis le virus, ce qui a donné lieu à des épidémies au Vietnam, à Singapour et au Canada, pour finalement déboucher sur une pandémie mondiale qui a ultimement touché 32 pays et territoires. Le dernier cas a été relevé en mai 2003. Selon le bilan définitif de l'Organisation mondiale de la santé, on a comptabilisé 8 096 cas probables dans le monde entier, qui se sont soldés par 774 décès, dont 43 au Canada.

L'économie canadienne affiche aujourd'hui certains parallèles flagrants. Au début de 2003, la croissance se modérait déjà en raison d'un ralentissement de l'expansion américaine. Un excédent de capacité se constituait dans l'économie canadienne (graphique 1), alors que l'inflation fondamentale reculait. Selon la Banque du Canada dans son Rapport de politique monétaire (RPM) de juillet 2003, la situation s'expliquait par différents facteurs, dont un déclin des exportations, puisque les voyages à destination du Canada ont baissé brusquement à cause du SRAS et que les exportations de bétail et de bœuf ont été freinées par une éclosion d'ESB. Les voyages internationaux à destination et au départ du Canada, par exemple, se sont repliés brusquement de 5,8 % en avril lorsque l'OMS a maintenu son avertissement aux voyageurs pour le Canada (graphique 2). Dans le même temps, les marchés mondiaux étaient aussi en train de digérer l'invasion américaine en Irak. Ces facteurs réunis ont déclenché, à partir de juillet 2003, un cycle d'assouplissement de la Banque du Canada.

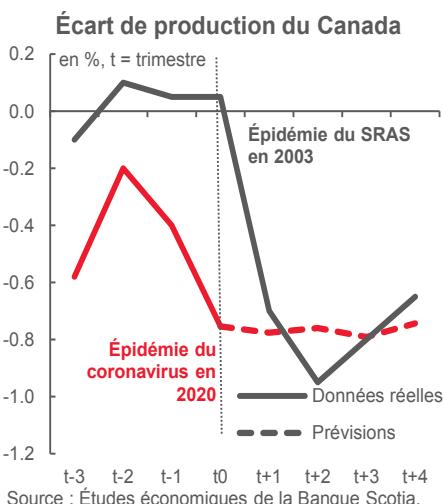
En définitive, l'impact global sur l'économie canadienne a été modeste et de courte durée. L'avertissement aux voyageurs pour le Canada a été levé en juillet 2003. Même

RENSEIGNEMENTS

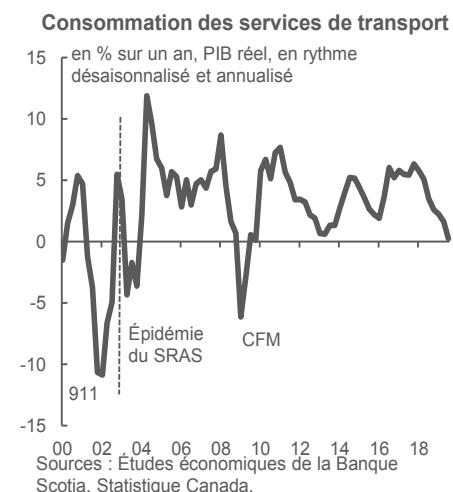
Rebekah Young, première directrice, Politiques économiques provinciales et fiscales
416.862.3876
Scotiabank Economics
rebekah.young@scotiabank.com

Nikita Perevalov, économiste principal
416.866.4205
Études économiques de la Banque Scotia
nikita.perevalov@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



dans ce cas, les voyages aériens et l'hébergement ont été fortement touchés au deuxième trimestre de 2003, en perdant respectivement 41,4 % et 7,4 % (sur un trimestre, en rythme désaisonnalisé et annualisé). Or, à son pic, la croissance du PIB dans l'ensemble a reculé d'à peine 0,6 % (sur un trimestre, en rythme désaisonnalisé et annualisé au T2 de 2003), en raison de la part modeste de ces industries. En outre, la Banque du Canada a fait état de rebonds liés au SRAS de 0,15 % et de 0,25 % (sur un trimestre, en rythme désaisonnalisé et annualisé) au T3 et au T4 respectivement dans son RPM d'octobre 2003. Il faut signaler qu'il n'y a pas eu de changement discernable dans les niveaux de confiance des consommateurs canadiens au cours de cette période, comme l'a déclaré le Conference Board.

IL Y A MOINS DE QUOI SE RÉJOUIR EN CHINE : LE CHOC D'UNE ÉVENTUELLE PANDÉMIE

La pandémie du SRAS a eu un impact notable, mais de courte durée sur l'économie chinoise. La plupart des estimations situaient le niveau de cet impact sur le PIB chinois aux alentours de 1,0 % du PIB en 2003. Plusieurs pays touchés de l'ANASE ont aussi accusé des baisses de l'ordre de 0,5 % du PIB, alors que les incidences sur le PIB mondial ont été négligeables. En Chine, l'impact a été essentiellement limité au deuxième trimestre de 2003, puisque le PIB a vite rebondi au troisième trimestre (graphique 3). Le déclin de la croissance s'expliquait par un repli de la consommation intérieure, puisque la croissance des ventes au détail a décroché pour passer de 10,8 % sur un an en décembre 2002 à 8,1 % en mai 2003. La consommation finale comme composant du PIB a reculé pour passer de 4,9 points en 2002 à 4,2 points en 2003 : le transport, l'hébergement et d'autres services ont été les plus durement touchés. Dans l'ensemble, la croissance du PIB a quand même remonté pour passer de 9,1 % en 2002 à 10 % en 2003, puisque la politique monétaire très conciliante de la Chine a favorisé une croissance exceptionnelle de l'investissement et des exportations.

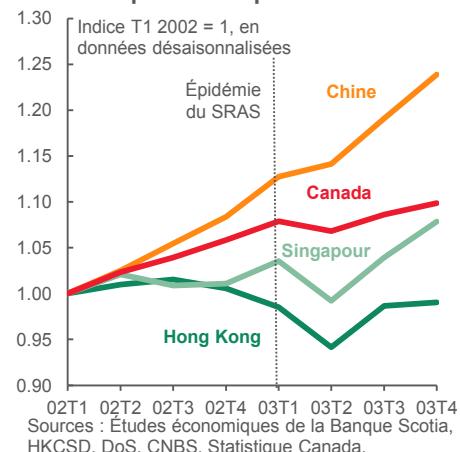
La Chine d'aujourd'hui est très différente. D'emblée, la transformation structurelle continue de l'économie chinoise donne à la consommation une plus large part dans son PIB. Si les ventes au détail intervenaient pour 33 % dans le PIB nominal en 2002, elles se situent aujourd'hui à 43 % (à la fin de 2018). On a aussi assisté à un basculement dans le secteur des services, qui représente désormais 54 % du PIB (contre 42 % en 2003) et 46 % de l'emploi (au lieu de 29 % en 2003).

L'économie chinoise est aujourd'hui plus vulnérable. La croissance économique affronte déjà des vents contraires. Le PIB est estimé à 6,1 % pour 2019 et devrait se ralentir encore en 2020 à 6,0 % (avant l'épidémie du coronavirus) en raison à la fois des tensions commerciales transitoires et des changements structurels dans l'économie. Les niveaux d'investissement et d'exportation sont déjà anémiques. Dans le même temps, la banque centrale a été beaucoup plus circonspecte dans la relance de la croissance du crédit dans la foulée des récents efforts de désendettement. Un choc de la croissance du PIB de 1 % sur un ralentissement à 6 % de l'économie contre une croissance de plus de 10 % comporte des risques de baisse beaucoup plus considérables.

D'ambitieuses mesures de confinement devraient étayer les efforts d'atténuation des chocs, en imposant toutefois probablement un tribut de coûts plus lourd — au moins temporairement — à l'économie chinoise. De bien des points de vue, les pouvoirs publics chinois ont réagi plus rapidement à l'épidémie actuelle grâce à des mesures de confinement rigoureuses. À l'aube de l'Année lunaire, on avait déjà bouclé 14 villes, en confinant 56 millions de citoyens, ce qui est sans précédent. De nombreux pays, dont le Canada, sont mieux préparés à la gestion d'une pandémie, grâce aux lacunes cernées en 2003, puisque des mesures de dépistage sont déjà en vigueur partout dans le monde. On peut ainsi mieux miser sur un confinement plus rapide, ce qui impose toutefois aussi à la Chine un impact à court terme plus marquant, dont un effet de traction encore plus important sur les produits de base. Une pandémie localisée en Chine qui s'étendrait nettement au-delà du ralentissement saisonnier de la période des Fêtes minera le rebond auquel on pourrait normalement s'attendre dans une épidémie plus brève.

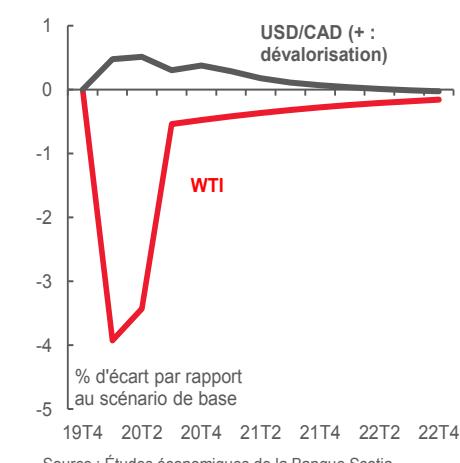
Graphique 3

PIB réel pendant l'épidémie du SRAS



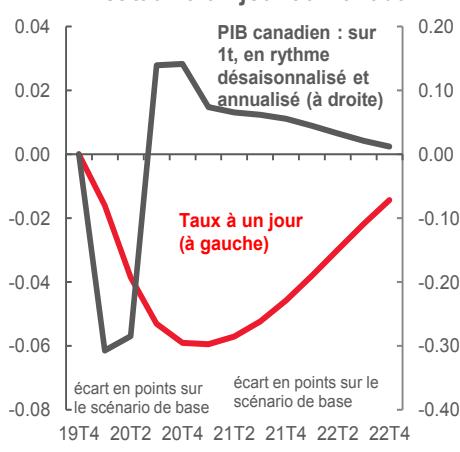
Graphique 4

WTI et USD/CAD



Graphique 5

PIB et taux à un jour au Canada



Pour illustrer notre propos, nous modélisons un scénario dans lequel le coronavirus évolue à la mesure de l'épidémie de SRAS. Dans ce scénario, l'épidémie soustrairait 1 % sur le niveau du PIB en Chine d'ici le milieu de 2020 par rapport au scénario de base, et par la suite, la pandémie serait maîtrisée. Cette évolution se répercuterait essentiellement sur les circuits de consommation intérieure en Chine. **Ce coup dur sur l'économie chinoise ferait fléchir les cours des produits de base.** Compte tenu de la part de la Chine dans le PIB mondial (FMI : 19 % en coefficients de parité de pouvoir d'achat), de l'élasticité correspondante des cours du pétrole (cf. Lalonde et Muir, 2007, « The Bank of Canada's Version of the Global Economy Model [BoC-GEM] ») et de l'intensité relativement élevée de l'énergie en Chine, **le cours du pétrole WTI pourrait s'établir à 4 % de moins que normalement en moyenne dans le premier semestre de 2020** (cf. le graphique 4). Il faut comparer ces chiffres à une baisse de l'ordre de 5 % du cours du pétrole WTI observée entre le 17 et le 23 janvier 2020 à la clôture des marchés.

L'IMPACT SUR L'ÉCONOMIE CANADIENNE DANS UN SCÉNARIO DE PANDÉMIE MONDIALE

Si l'épidémie actuelle devient aussi sévère que le SRAS, elle aurait probablement toujours un impact aussi modeste et transitoire sur l'économie canadienne. En supposant que la sévérité de l'épidémie atteint son pic au premier semestre de 2020, l'impact principal sur le Canada serait probablement indirect, ce qui donnerait lieu à une baisse des cours des produits de base et à un repli des industries liées aux voyages.

Dans nos simulations, inspirées du Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia, l'impact combiné d'une baisse de 4 % du cours du pétrole et de la perturbation probable du tourisme et des voyages en avion abaisserait d'un peu plus de 0,1 %, d'ici le milieu de 2020, le niveau du PIB canadien, avant que le virus soit maîtrisé et que les cours des produits de base et la croissance rebondissent, comme ils l'avaient fait selon l'estimation de la BdC pour l'impact produit par l'épidémie du SRAS. On s'attend à ce que la croissance annualisée du PIB perde environ 0,3 point au T1 et au T2 de 2020 (graphique 5).

Dans cette simulation, nous supposons que la propagation du virus pourrait avoir pour effet de perturber les voyages en avion et le tourisme au Canada dans la mesure constatée au T2 de 2003. En mettant à l'échelle l'impact produit sur les industries des voyages en avion et de l'hébergement selon leurs parts du PIB en 2019, on obtient un effet de -0,3 point sur la croissance annualisée du PIB au Canada au T1 de 2020 et de -0,1 point au T2 de 2020, dont une compensation apportée par les dépenses intérieures supplémentaires générées par les touristes canadiens qui décideront de rester à la maison.

Compte tenu de la nature modeste et temporaire de l'impact, la Banque du Canada fera probablement peu de cas de ce choc. Dans notre simulation, le taux directeur baisse de six points de base par rapport au scénario de base de la fin de 2020. C'est pourquoi il est improbable que ce scénario de choc pandémique change notre prévision des taux pour deux baisses dans le premier semestre de l'année à 1,25 %; or, il vient plutôt l'étayer, compte tenu de la généralisation de la léthargie déjà constatée dans l'économie canadienne. Dans ce contexte, **le dollar canadien par rapport au dollar américain perdrait probablement un demi pour cent environ**, en raison à la fois de l'impact du cours du pétrole et d'un différentiel de taux d'intérêt un peu moins favorable.

Les estimations sont soumises à un fort degré d'incertitude et n'illustrent qu'un scénario potentiel. Alors que les administrations de la santé, en Chine et mondialement, sont aux prises avec l'épidémie du coronavirus, les mesures de quarantaine sans précédent adoptées en Chine pourraient limiter la propagation de la maladie, mais amplifier l'impact sur l'économie chinoise. La baisse plus brusque qui en découlerait pour les cours du pétrole pourrait affaiblir encore plus l'économie canadienne.

UNE ALERTE, MAIS NON UNE ALARME

Il est trop tôt pour laisser entendre que nous sommes aux prises avec une pandémie. Or, même dans un scénario plus difficile, dans lequel une pandémie comparable au SRAS tétranise le monde, l'impact sur la croissance devrait être modeste et transitoire. Il pourrait légèrement fortifier différents facteurs qui contribuent déjà à la mollesse excédentaire de l'économie canadienne. L'équilibre qui se dessine est important, puisqu'il s'agit d'un choc plus potentiel qui se répercute sur le discours des « déceptions successives » tenu par la Banque du Canada. Il renforce notre prévision de taux pour une intervention par la Banque du Canada; or, au moment d'écrire ces lignes, la situation pourrait changer énormément d'ici mars.

Toujours est-il qu'il ne faut pas sous-estimer la contagion de la crainte à cette étape. Bien que le SRAS ait été un événement générationnel inédit pour une majorité de Canadiens, les consommateurs pourraient être plus sensibles et réceptifs aux risques à l'heure actuelle, même si les réseaux de la santé au Canada sont beaucoup mieux préparés. En outre, ce choc se produit sur un point très fragile pour l'économie canadienne — et mondiale — puisque le monde continue de se relever d'une année difficile en 2019, en raison des courants commerciaux malmenés et de la paralysie de l'activité des entreprises. De surcroît, la marge de manœuvre monétaire est aujourd'hui moindre, mondialement, qu'elle l'était en 2003 pour réagir à toutes les grandes secousses. Pour l'essentiel, les consommateurs sont la cheville ouvrière qui permet à la plupart des puissances économiques de sortir la tête de l'eau, et leur résilience est déjà mise à rude épreuve dans bien des économies, dont le Canada. De par sa nature, la panique peut être non linéaire et très perturbante.

C'est aux gouvernements qu'il reviendra de montrer qu'ils maîtrisent la situation et de déployer préemptivement des leviers de politique, dans toute la mesure du possible, faute de quoi ils risquent un impact potentiellement amplifié (et disproportionné), qui s'étendra nettement au-delà de ce que l'on peut prédire en s'en remettant seulement aux facteurs économiques.

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabanc Inc., Citadel Hill Advisors L.L.C., The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York, Scotiabank Europe plc, Scotiabank (Ireland) Limited, Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.