



## ANALYSE ÉCONOMIQUE

Avery Shenfeld  
416 594-7356  
Cell. : 416 454-4982  
[avery.shenfeld@cibc.com](mailto:avery.shenfeld@cibc.com)

Benjamin Tal  
416 956-3698  
[benjamin.tal@cibc.com](mailto:benjamin.tal@cibc.com)

Andrew Grantham  
416 956-3219  
[andrew.grantham@cibc.com](mailto:andrew.grantham@cibc.com)

Royce Mendes  
416 594-7354  
[royce.mendes@cibc.com](mailto:royce.mendes@cibc.com)

Katherine Judge  
416 956-6527  
[katherine.judge@cibc.com](mailto:katherine.judge@cibc.com)

Taylor Rochweg  
416 594-7355  
[taylor.rochweg@cibc.com](mailto:taylor.rochweg@cibc.com)

<http://economics.cibccm.com>

# En vedette

21 mai 2020

## Vers un tout autre monde? Voyons au-delà de la pandémie

Par Avery Shenfeld

« Le monde ne sera plus jamais le même. » Dans le passé, cette phrase a été particulièrement galvaudée. Il y a un siècle, la « guerre qui [devait mettre] fin à toutes les guerres » a été suivie par encore plus de guerres. La Russie n'est pas devenue une démocratie pacifique après la chute du mur de Berlin. Après les attentats du 11 septembre 2001, d'autres gratte-ciel ont été construits et les gens ont repris l'avion.

Bref, l'idée selon laquelle l'économie mondiale ne sera plus jamais la même lorsqu'un vaccin ou un traitement sera venu à bout de la COVID-19 doit être examinée avec un esprit critique. Nous ne parlons évidemment pas de la prochaine année. Du point de vue de l'économie, après l'immense contraction du deuxième trimestre, nous ne prévoyons qu'une reprise partielle étant donné la nécessité de maintenir les contraintes de distanciation sociale, ainsi que des taux directeurs proches de zéro en 2020. Beaucoup de gens travailleront de la maison ou pas du tout, les grands rassemblements seront interdits et le port de masques ne sera pas réservé à l'Halloween.

Lorsque la COVID-19 sera chose du passé, les taux d'intérêt grimperont indubitablement, l'assouplissement quantitatif sera relégué aux oubliettes et les gens retourneront travailler. Mais leur vie au travail et en famille sera-t-elle radicalement différente, disons en 2025, de ce qu'elle était en 2019? Il existe heureusement des façons de penser systématiquement aux différences susceptibles d'apparaître, et certains précédents historiques peuvent nous guider.

### Les préférences révélées servent d'indices

Pendant la pandémie, la vie n'avait rien de normal. Les comportements qui étaient possibles, mais peu fréquents ou croissants avant la propagation du virus ne devraient pas persister après la pandémie, compte tenu de ce

que les économistes appellent les « préférences relevées ». Autrement dit, les options retenues parmi un éventail d'options en disent long sur ce que vous ferez lorsque ces options seront de nouveau offertes.

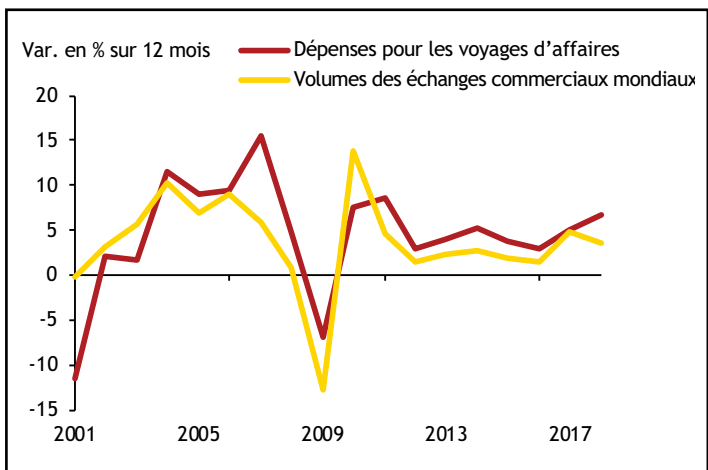
Vous avez toujours eu la possibilité de garder une distance de deux mètres avec vos amis ou de rencontrer vos voisins en ligne. Le fait que vous ayez choisi de ne pas le faire montre que ces comportements disparaîtront après la pandémie de COVID-19. En revanche, les changements amorcés avant l'apparition du virus et qui se sont accélérés pendant la pandémie sont davantage susceptibles de conserver une partie de leur progression enregistrée en 2020, car le virus a contraint un plus grand nombre de gens à suivre l'exemple des utilisateurs précoces.

Les voyages d'agrément gagnaient en popularité avant la crise et devraient éventuellement reprendre tout le terrain perdu, mais graduellement, compte tenu de la perte de revenus et de richesse imputable à la récession. Les croisières conserveront peut-être un problème d'image, mais l'hiver inspirera toujours les retraités migrants et les skieurs, et nous aurons toujours envie de nous rendre à Paris. Malgré la concurrence des jeux en ligne, le reste de ce qui se passe à Las Vegas devrait retourner à Las Vegas.

Bon nombre de compagnies aériennes et d'hôtels ont tiré une bonne partie de leurs profits des voyages d'affaires. En cette époque où les réunions se déroulent sur Zoom, les voyageurs invétérés reprendront-ils la route? Pour les réunions internes, le recours aux vidéoconférences avait fait son apparition avant la crise et il pourrait donc conserver une partie de ses nouvelles parts de marché.

Graphique 1

**La croissance des voyages d'affaires a été synchronisée avec celle du commerce mondial**



Sources : Global Business Travel Association, CPB et Banque CIBC.

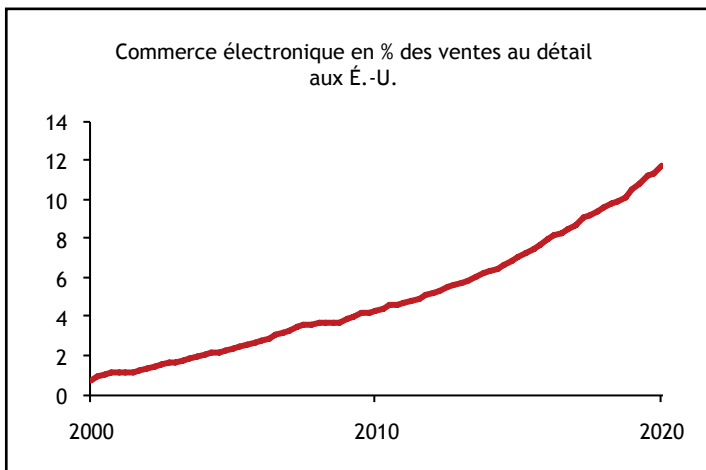
Toutefois, la croissance des voyages d'affaires a été synchronisée avec celle du commerce mondial (graphique 1). Cette préférence révélée donne à penser que nous aurons encore recours aux congrès et aux rencontres en personne pour établir des relations entre entreprises et clients. L'application Zoom a été lancée une dizaine d'années avant que nous soyons frappés par l'épidémie virale, mais aucune tendance ne laissait augurer la tenue virtuelle de conférences d'envergure. Les attentats perpétrés le 11 septembre 2001 ainsi que la récession que nous avons traversée cette année-là ont entravé les déplacements au cours de l'année suivante, mais ceux-ci se sont ensuite accélérés fortement.

Pour les consommateurs, les préférences révélées donnent des indices au sujet des changements observés pendant la pandémie qui pourraient persister, dans une certaine mesure. L'engouement pour les appareils d'exercice à la maison, comme les vélos stationnaires, s'était manifesté avant l'épidémie et risque de ravir de façon permanente des parts de marché supplémentaires aux centres de conditionnement physique. Par contre, les cheveux longs ne représentaient pas une tendance de la mode chez les hommes, de sorte que les barbiers peuvent s'attendre à voir revenir tous leurs clients.

Plus généralement, le commerce électronique représentait déjà une tendance établie (graphique 2) et semblait devenir le mode d'achat de prédilection des utilisateurs précoces. Il a connu une véritable explosion au cours des premiers mois de la pandémie. Certains auront fait l'essai des livraisons à domicile et auront été confrontés à de longs retards et à des commandes incomplètes; ceux-là seront heureux de retourner faire leurs courses dans les magasins. En revanche, une partie des consommateurs qui auront apprécié un fournisseur en ligne continueront sans doute de faire appel à lui après la pandémie, ce qui n'arrangera pas les problèmes croissants

Graphique 2

**Progression du commerce de détail en ligne : une tendance bien établie depuis longtemps**



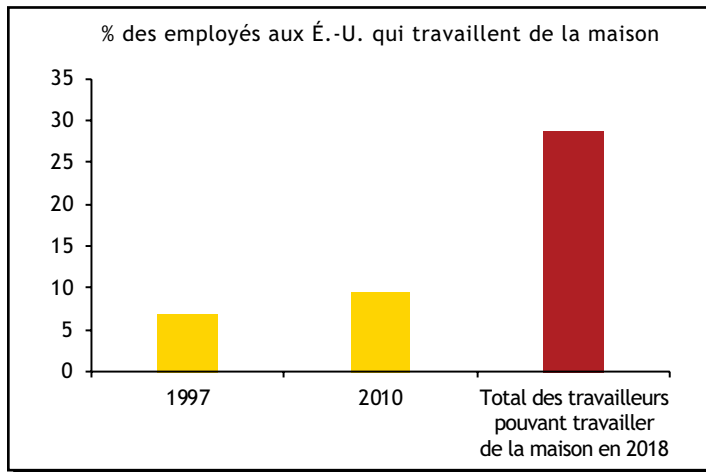
Sources : US Census Bureau et Banque CIBC.

auxquels est confronté le secteur des biens immobiliers commerciaux, mais stimulera la demande de propriétés industrielles en raison des centres de distribution requis.

Des centaines de millions de personnes dans le monde ont fait l'essai du télétravail, pour la première fois. Aux États-Unis, près du tiers de tous les travailleurs étaient en mesure de le faire, et nous pensons que la part des travailleurs utilisant actuellement le télétravail frôle cette proportion. Là encore, il s'agit d'une tendance qui était déjà manifeste avant la pandémie virale (graphique 3) et on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elle touche une part plus grande des emplois, à long terme, comparativement à ce qu'il en était avant la pandémie. Il sera aussi plus acceptable de travailler quelques jours de la maison, à l'occasion.

Graphique 3

**Tendance graduelle vers le télétravail, mais beaucoup plus de gens pourraient l'utiliser**



Sources : US Census Bureau, BLS et Banque CIBC.

Rappelons toutefois que la vaste majorité des employeurs et des employés préféreraient travailler dans les locaux de l'employeur. La technologie nécessaire pour travailler de la maison existe depuis des décennies, mais ce n'est pas ce que les gens préféreraient. Les établissements de travail partagé, comme WeWork, étaient en fait destinés à ceux qui auraient pu se contenter de leur table de cuisine, mais qui ont choisi de ne pas le faire.

Par conséquent, lorsque les mesures de distanciation sociale ne seront plus nécessaires, la demande d'immeubles de bureaux devrait redevenir aussi forte qu'avant. Un effet durable pourrait être un pourcentage légèrement plus élevé de télétravailleurs, mais cette hausse sera contrebalancée par le besoin d'accroître la superficie par travailleur, par prudence, en cas de nouvelles pandémies.

De même, lorsque nous serons de nouveau à l'aise à l'idée de nous entasser dans des ascenseurs, nous ne fuirons plus les copropriétés et la densité des villes pour nous « réfugier » dans la vie en banlieue et dans les petites villes. La grippe espagnole n'a pas mis fin à la croissance des villes, et la préférence tendancielle révélée laisse entrevoir une densité accrue, et non pas moindre. En général, le taux de mortalité par habitant du coronavirus n'était pas plus élevé dans de telles régions : des banlieues comme New Rochelle, dans l'État de New York ont été aussi durement frappées que la ville de New York; d'importantes éclosions ont été observées à Mississauga, en Ontario; de grandes villes comme Rome, Hong Kong et Beijing s'en sont tirées bien mieux que des centres moins densément peuplés, comme Bergamo et Wuhan.

Par ailleurs, dans un contexte de retour au travail et aux loisirs, la demande de pétrole comme carburant de transport ne sera pas aussi moribonde qu'elle semble l'être aujourd'hui. Les rues de Beijing ont déjà renoué avec la circulation automobile. Cela dit, la demande de véhicules hybrides et électriques prendra du mieux lorsque l'essence cessera d'être si bon marché.

### Une époque de gouvernements omniprésents?

Pour des raisons évidentes, la crise de la COVID-19 a entraîné une année marquée par l'omniprésence des gouvernements dans les pays développés. Cette année se transformera-t-elle en une ère d'augmentation des dépenses pour lutter contre la pauvreté ou resserrer la réglementation, ou bien observerons-nous une tendance à contre-courant de restrictions des dépenses afin de compenser l'accumulation récente des dettes et des déficits?

En période de crise économique, les gouvernements ont tendance à intervenir davantage sur le plan de la réglementation. La Grande Dépression a notamment donné naissance à l'assurance dépôts; le choc pétrolier causé par l'OPEP dans les années 1970 a donné lieu à l'établissement de réserves stratégiques de pétrole aux États-Unis; la crise

financière de 2008 a entraîné une nouvelle réglementation visant les banques. Cette fois-ci, les gouvernements prendront des mesures pour accroître la résilience du système de la santé, plus précisément le niveau de préparation en cas de pandémies.

En ce qui concerne les dépenses, les leçons du passé sont contrastées. La Dépression a provoqué une expansion permanente du gouvernement américain en raison du New Deal du président Roosevelt, et le gouvernement canadien a mis sur pied l'assurance-chômage dans la foulée. Par contre, les énormes mesures de relance budgétaire mises en place au cours du premier mandat du président Obama ont été suivies par une baisse considérable des dépenses, en particulier au niveau des États et des municipalités, qui a plombé la croissance entre 2011 et 2014. Les mesures d'austérité mises en œuvre dans l'Union européenne et au Royaume-Uni ont eu un effet comparable.

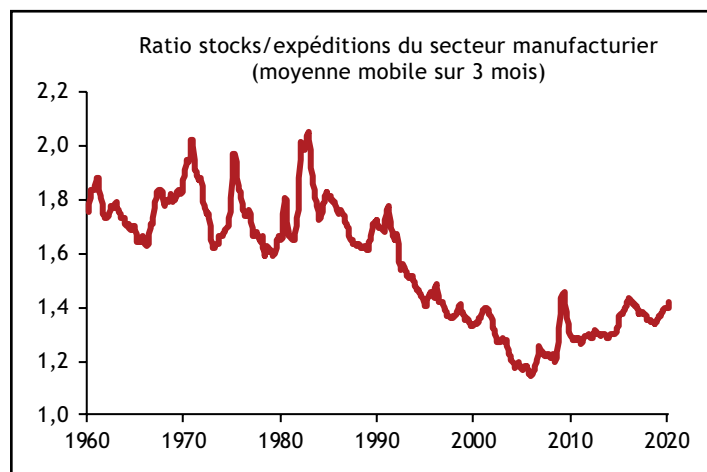
Aux États-Unis, le résultat sera peut-être déterminé cette fois-ci par les électeurs, compte tenu des écarts entre les principaux partis en ce qui concerne les enjeux liés aux dépenses et à la réglementation. Au Canada, la crise n'a pas fait pencher la population vers un parti en particulier, et les dirigeants en poste des différents partis ont réalisé des avancées aux niveaux fédéral et provincial.

### Commerce, chaînes d'approvisionnement et disponibilité juste à temps

Les gouvernements prendront des mesures pour s'assurer de disposer, à l'échelle locale, de stocks abondants de matériels essentiels, par exemple de masques, de blouses, d'équipements de dépistage et de médicaments pour faire face à la prochaine crise sanitaire. La pandémie a toutefois mis en lumière d'autres faiblesses des chaînes d'approvisionnement. Par conséquent, certains avancent que l'année 2020 marquera la fin de la mondialisation.

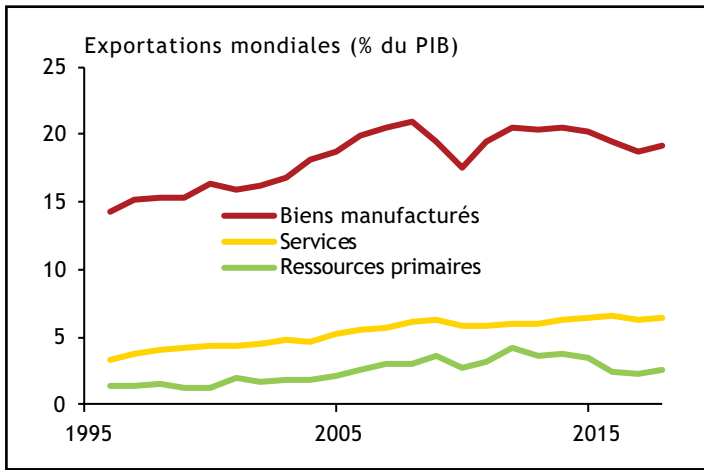
Graphique 4

### La tendance à maintenir les stocks à de faibles niveaux commence à s'inverser



Sources : US Census Bureau et Banque CIBC.

Graphique 5  
**La mondialisation s’est stabilisée pour de bon**



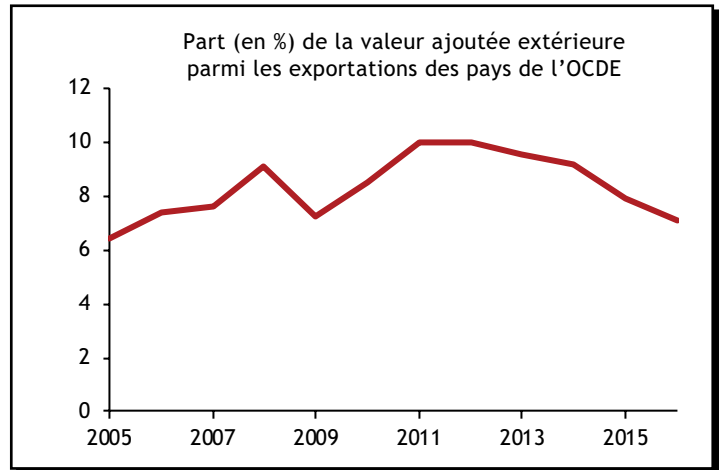
Sources : McKinsey & Company et Banque CIBC.

Rappelons toutefois que les chaînes d’approvisionnement mondialisées ont été élaborées pour une excellente raison : elles sont plus rentables. La question consiste à déterminer si la situation économique a changé ou si les politiciens interviendront.

Là encore, les tendances observées avant la pandémie sont révélatrices. Les chaînes d’approvisionnement ont déjà subi des perturbations fréquentes lors de grèves, de désastres naturels ou causés par l’homme, mais c’est leur combinaison avec des systèmes de stockage juste à temps qui peut entraîner des fermetures en cascade. Après une réduction tendancielle des stocks aux États-Unis pendant une vingtaine d’années, le ratio stocks/ventes augmente depuis 2005 (graphique 4), en raison peut-être de la baisse des coûts de financement pour conserver des stocks dans un contexte de taux d’intérêt peu élevés. La tendance vers des systèmes juste à temps moins contraignants devrait se poursuivre.

Certains sont d’avis que les souvenirs de la crise de cette année inciteront à davantage de prudence au moment de faire affaire avec des fournisseurs lointains. Mais dans le cas de produits pouvant être entreposés et qui sont produits à moindre coût à l’étranger, il pourrait être plus rentable d’augmenter les stocks locaux que de faire affaire avec des fournisseurs locaux. En outre, certaines perturbations observées au cours de la présente crise ont été causées par des fournisseurs proches. Les constructeurs automobiles allemands ont interrompu leurs activités lorsque les fabricants italiens de pièces, qui font partie du bloc commercial de l’Union européenne, ont été frappés par la COVID-19. Même avant que les États-Unis soient frappés par la pandémie, la grève chez GM avait mis en chômage technique les employés de la production de la société au Canada en raison de la pénurie de pièces essentielles.

Graphique 6  
**Le contenu étranger des exportations commence à diminuer**

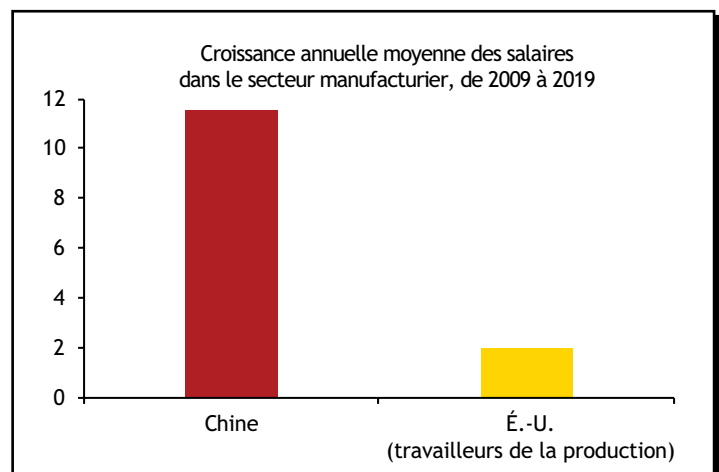


Sources : OCDE et Banque CIBC.

Il existe toutefois d’autres tendances, apparues avant la pandémie virale, qui portent à croire que la mondialisation a pu atteindre son apogée il y a déjà quelque temps. Sauf pour les services, les volumes d’échanges commerciaux, exprimés en part du PIB, se stabilisent depuis 2007 (graphique 5). Les différents secteurs des pays de l’OCDE semblent en effet délaisser les chaînes d’approvisionnement disparates. La part de la valeur ajoutée extérieure parmi les exportations des pays de l’OCDE recule depuis quelques années, contribuant au ralentissement des exportations brutes (graphique 6).

Ces tendances pourraient bien persister après la pandémie virale, et n’ont rien à voir avec l’interrègne de la COVID-19 sur le commerce mondial. Elles témoignent de la mécanisation accrue de la fabrication, qui à son tour réduit les économies de coûts liées aux activités dans des pays lointains où les

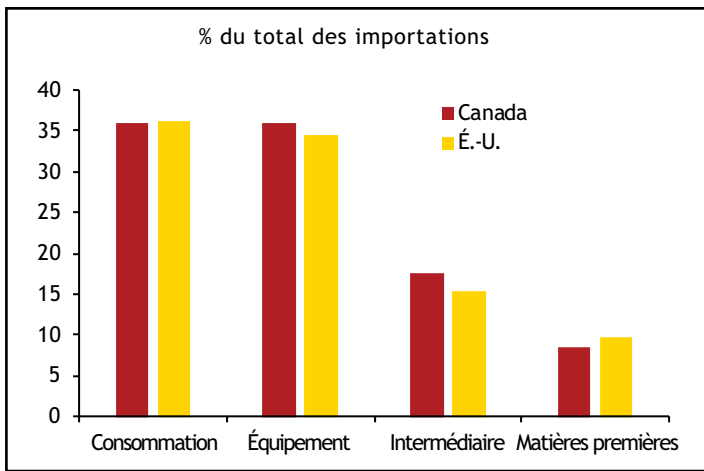
Graphique 7  
**Les taux des salaires en Chine ont grimpé au cours des dix dernières années, en dollars américains**



Sources : BLS, National Bureau of Statistics of China et Banque CIBC.

Graphique 8

**La plupart des importations sont des biens finis (produits de consommation ou biens d'équipement)**



Sources : WITS et Banque CIBC.

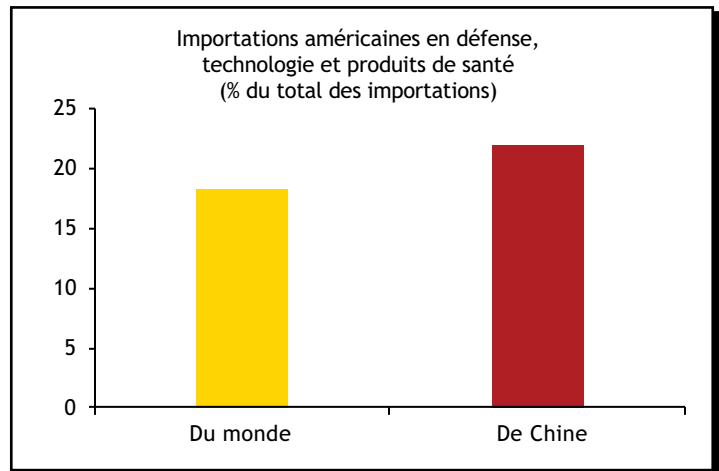
salaires sont peu élevés. De même, certains pays qui avaient initialement tiré parti de la mondialisation, en particulier la Chine, voient se résorber l'écart salarial par rapport aux économies plus développées, car la progression des salaires a largement dépassé celle observée aux États-Unis en termes de monnaie commune (graphique 7).

Mais même si les chaînes d'approvisionnement deviennent moins liées sur le plan international, il convient de rappeler que les composants et les matières premières utilisés par l'industrie nationale ne représentent qu'une part modeste des importations. La plupart des produits importés aux États-Unis et au Canada sont des produits finis, qu'il s'agisse de biens d'équipement ou de produits de consommation (graphique 8). Il n'y a aucune raison de croire que cet épisode aura changé radicalement la compétitivité relative de ces produits. Il est tout aussi peu probable de voir revenir au Canada la confection de t-shirts bas de gamme que les orangeries; pour leur part, les entreprises américaines n'abandonneront pas leurs actifs au Mexique, un pays où les salaires sont peu élevés.

Cela dit, comme nous l'avons vu en 2019 avec la guerre commerciale sino-américaine et, plus tôt, avec l'incertitude concernant l'ALENA, les politiciens peuvent interférer avec l'économie et perturber les décisions quant aux emplacements au moyen de barrières commerciales. Sans jeter le blâme à quiconque, il reste qu'il existe un courant politique évident aux États-Unis, et peut-être même au sein de la population canadienne, qui consiste à reprocher à la Chine de ne pas avoir agi assez rapidement pour éviter la propagation du virus au-delà des frontières de la province de Hubei. L'actuelle administration américaine a déjà menacé de résilier l'accord commercial récemment signé avec la Chine, en guise de représailles.

Graphique 9

**Les secteurs sensibles représentent le cinquième des importations américaines**



Sources : US Census Bureau et Banque CIBC.

Les produits les plus exposés seraient ceux qui sont considérés comme étant cruciaux du point de vue de la santé et de la sécurité nationale. Là encore, cette situation renforcerait une tendance qui a fait son apparition avant la pandémie; en 2019, le Canada et les États-Unis ont négocié un traité pour réduire leur forte dépendance à la Chine, un fournisseur de terres rares dont certaines sont utilisées dans des applications électroniques et militaires. En tout, les secteurs sensibles, comme l'équipement de télécommunications, le matériel militaire et les produits pour la santé représentent le cinquième des importations américaines en provenance de Chine (graphique 9). Nous prévoyons que ceux-ci feront partie des produits qu'une administration future cherchera à obtenir d'autres pays. À cet égard, le Canada espère faire partie d'un accord privilégiant l'achat de produits nord-américains plutôt que d'observer une préférence stricte pour l'achat de produits américains.

D'ici 2025, lorsque le virus aura disparu ou qu'il aura été vaincu par la science médicale, nos vies, notre travail et le commerce ressembleront davantage à ce qu'ils étaient en 2019 qu'à ce qu'ils semblent être en 2020-2021. Chaque crise majeure, qu'il s'agisse de la Grande Dépression, des deux guerres mondiales ou de la crise financière de 2008, a entraîné des changements dans son sillage, et ce sera encore le cas cette fois-ci. Mais l'histoire et le concept des préférences révélées portent à croire que ces changements s'inscriront davantage dans le cadre des tendances déjà amorcées, et qu'ils ne seront pas aussi radicaux que ceux prévus par les rédacteurs de gros titres accrocheurs.

Marchés mondiaux CIBC inc., CIBC World Markets Corp., CIBC World Markets plc, CIBC Australia Limited et certaines autres entités de services bancaires aux entreprises et de marchés financiers de la Banque Canadienne Impériale de Commerce exercent leurs activités sous la marque Marchés mondiaux CIBC.

Le présent rapport a été émis et approuvé pour distribution a) au Canada, par Marchés mondiaux CIBC inc., membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), de la Bourse de Toronto, de la Bourse de croissance TSX et du Fonds canadien de protection des épargnants, b) au Royaume-Uni, par CIBC World Markets plc, qui est réglementée par la Financial Services Authority, c) en Australie, par CIBC Australia Limited, membre de l'Australian Stock Exchange réglementé par l'Australian Securities and Investments Commission (ASIC) (collectivement, la « Banque CIBC ») et d) aux États-Unis soit i) par Marchés mondiaux CIBC inc. à l'intention uniquement des investisseurs institutionnels importants aux États-Unis (tels qu'ils sont définis dans le règlement 15a-6 de la Securities and Exchange Commission) ou ii) par CIBC World Markets Corp., membre de la Financial Industry Regulatory Authority. Les investisseurs institutionnels importants aux États-Unis qui reçoivent le présent rapport de Marchés mondiaux CIBC inc. (le courtier au Canada) sont tenus d'effectuer les transactions (autres que la négociation de leurs termes) sur des titres faisant l'objet de ce rapport par l'intermédiaire de CIBC World Markets Corp. (le courtier aux États-Unis).

Ce rapport est publié à titre d'information seulement, à l'intention des investisseurs institutionnels et des clients de détail de Marchés mondiaux CIBC inc. au Canada, et ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres mentionnés dans un territoire où pareille offre ou sollicitation est interdite. Le présent document de même que les produits et renseignements qui y sont présentés ne sont pas destinés à l'usage des investisseurs privés au Royaume-Uni. Ces investisseurs ne pourront ni conclure de convention ni acheter les produits mentionnés dans le présent document auprès de CIBC World Markets plc. Les commentaires et les points de vue exprimés dans le présent document visent à répondre aux intérêts généraux des clients de gros de CIBC Australia Limited.

Le présent rapport ne tient pas compte des objectifs de placement, de la situation financière ni des besoins spécifiques d'un client particulier de la Banque CIBC. Avant de prendre une décision de placement sur la base de l'information contenue dans le présent rapport, le lecteur est invité à en évaluer le bien-fondé en tenant compte de ses besoins et objectifs de placement particuliers, de même que de sa situation financière. CIBC vous recommande également de communiquer avec l'un de ses conseillers à la clientèle établi dans votre territoire pour en discuter. Les niveaux et les bases d'imposition pouvant varier, toute mention dans le présent rapport de l'incidence fiscale d'un placement ne saurait être interprétée comme un conseil de nature fiscale; comme pour toute opération pouvant avoir des conséquences fiscales, les clients ont intérêt à s'adresser à leur propre conseiller fiscal. Les rendements passés ne sont pas garants des rendements futurs.

Les renseignements et les données statistiques du présent document proviennent de sources que nous estimons fiables, mais nous ne pouvons en garantir ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Toutes les estimations et opinions qui y sont formulées constituent des jugements en date du présent rapport et sont sous réserve de modifications sans préavis.

Le présent rapport peut contenir des adresses de sites Web sur Internet ou des hyperliens menant à de tels sites. CIBC n'a pas analysé les sites Web Internet liés appartenant à des tiers et décline toute responsabilité en ce qui concerne leur contenu. Ces adresses ou hyperliens sont exclusivement fournis pour la commodité et l'information du lecteur, et le contenu des sites Web de tiers liés n'est d'aucune manière intégré au présent document. Les destinataires qui choisissent d'accéder à ces sites Web de tiers ou de suivre ces hyperliens le font à leur propre risque.

© Marchés mondiaux CIBC inc., 2020. Tous droits réservés. L'utilisation, la distribution, la reproduction et la publication du présent rapport sans l'autorisation écrite préalable de Marchés mondiaux CIBC inc. sont interdites par la loi et peuvent donner lieu à des poursuites judiciaires.