

L'ANNONCE D'UN VACCIN CONTRE LA COVID-19 RÉDUIT LE RISQUE DE PERTE EXTRÊME (TAIL RISK)

L'annonce de la découverte d'un candidat-vaccin particulièrement efficace contre la Covid-19 a provoqué de fortes réactions sur les marchés financiers, traduisant le sentiment d'un changement des perspectives de croissance. Cette annonce suscite l'espoir de parvenir à une normalisation de l'activité économique à moyen terme, mais les effets positifs sur la croissance mettront du temps à se faire sentir. À l'évidence, l'idée d'une sortie de crise dépend dans une large mesure de l'horizon sur lequel on se place. Cependant, les décisions des ménages et des entreprises dépendent non seulement de la hausse attendue du revenu et des bénéfices, mais aussi de la dispersion de la distribution statistique autour des prévisions de croissance. La perspective d'un vaccin réduit la probabilité de résultats très négatifs et cette diminution de l'incertitude devrait finir par contribuer à un rebond de la croissance.

L'annonce de l'efficacité élevée d'un vaccin en cours de développement contre la Covid-19 a fait s'envoler les indices boursiers et les rendements obligataires, entraînant dans leur sillage une hausse spectaculaire du cours des actions de certaines sociétés dont l'activité avait été sévèrement touchée par la pandémie.

Ces réactions s'expliquent, au moins en partie, par l'idée selon laquelle cette annonce, ainsi que les commentaires de spécialistes concernant la mise sur le marché ultérieure d'autres vaccins efficaces, ont d'importantes implications pour les perspectives économiques. En l'absence de vaccin, la poursuite d'une reprise par à-coups – avec une succession de contractions, induites par des mesures de confinement, et de reprises de courte durée – semble probable. Une telle situation devrait peser de plus en plus sur les perspectives à long terme en raison de la hausse du nombre de faillites d'entreprises et du chômage ainsi que de l'incertitude qui resterait élevée. Face à ce scénario très négatif, la perspective d'un vaccin offre l'espoir d'une normalisation de l'activité à moyen terme.

Mais qu'en est-il des conséquences à court terme ? Pour 2021, l'effet sur l'économie d'un vaccin contre la Covid-19 dépend très fortement de son efficacité ainsi que de son acceptation publique. Cela englobe également des décisions éthiques comme le choix de ceux qui bénéficieront en premier du vaccin, s'il sera distribué gratuitement et si les pays les plus pauvres y auront accès. La date de début de la distribution est également un élément-clé¹. Il est très probable que la distribution ne commencera que dans quelques mois et de façon progressive à la fois au plan national et mondial. Aussi l'impact positif sur la croissance pourrait-il mettre du temps à se concrétiser et, à court terme, les mesures de confinement dans de nombreux pays européens ainsi que la forte augmentation des nouvelles contaminations aux États-Unis continueront à faire les gros titres.

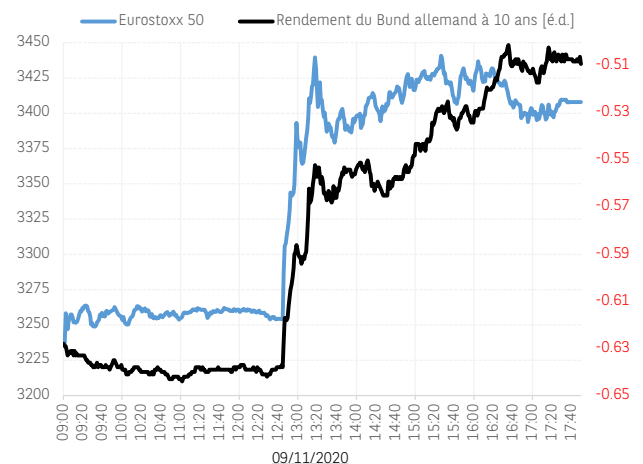
À l'évidence, l'idée du retour de jours meilleurs est, dans une très large mesure, fonction de l'horizon sur lequel on se place. Cependant, les décisions des ménages et des entreprises dépendent non seulement de la hausse attendue du revenu et des bénéfices mais aussi de la dispersion de la distribution statistique autour des prévisions de croissance.

¹ Par conséquent, au lieu de parler de l'impact économique d'un vaccin, il vaut mieux se concentrer sur l'impact économique pondéré dans le temps.

L'éventail des résultats possibles peut, par son ampleur, altérer la confiance dans une prévision donnée. Il peut également comporter un biais : la place prédominante du risque à la baisse. L'extrémité de la distribution – le risque de perte extrême (*tail risk*) – peut être particulièrement négative. C'est là que l'annonce d'un vaccin revêt une importance particulière. L'impact positif sur la croissance du PIB mettra probablement du temps à se concrétiser, mais le changement de la distribution statistique, dès lors qu'il se fonde sur une réévaluation de tous les résultats potentiels, devrait être plus rapide. La perspective d'un vaccin réduit la probabilité de résultats très négatifs et entraîne une réduction de la queue gauche de la distribution.

L'administration d'un vaccin renforcera la résilience de l'économie, tandis qu'une succession de cycles par à-coups et ses effets délétères à long terme devraient être évités, etc. Cela implique que l'incertitude entourant la trajectoire de l'activité l'année prochaine et les années

EUROSTOXX 50 & RENDEMENT DU BUND À 10 ANS



SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

Il faudra probablement du temps avant que l'effet positif d'un vaccin se fasse sentir sur la croissance du PIB, mais le changement de la distribution statistique devrait être plus rapide.



suivantes est désormais plus faible qu'auparavant², ce qui est crucial pour les investissements des entreprises qui constituent un engagement irréversible à long terme de leurs ressources financières³. En conséquence, des sociétés rentables, présentant un bilan solide, seront plus enclines à accroître leurs investissements une fois que l'incertitude aura suffisamment diminué. Cela devrait, à son tour, avoir des retombées dans d'autres domaines, y compris sur le marché du travail. Une telle évolution est très importante pour les ménages qui ont accumulé une « épargne forcée » pendant les périodes de confinement. Plus confiants dans les perspectives économiques, les ménages devraient desserrer les cordons de la bourse. In fine, la réduction de l'incertitude devrait contribuer à un redémarrage de la croissance.

William De Vijlder

² La recherche montre qu'une augmentation de l'incertitude entraîne une hausse significative des risques à la baisse pour la croissance et qu'elle est également associée à une distribution asymétrique à gauche de la croissance future. Une diminution de l'incertitude produit l'effet inverse. Cependant, la réponse économique est très asymétrique : elle est plus forte en cas de hausse qu'en cas de baisse de l'incertitude. Source : *Uncertainty and Growth Disasters*, Boyan Jovanovic et Sai Ma, document de travail NBER n°28024, octobre 2020

³ De tels engagements sont irréversibles dans la mesure où la plupart des projets, une fois lancés, ne peuvent être mis à l'arrêt ou même reportés. C'est toute la différence entre la formation brute de capital fixe et les investissements financiers. Dans ce dernier cas, les coûts de transaction sont faibles et un investissement peut être facilement allégé ou même vendu.

