

Covid-19 : la contagion sectorielle de l'économie réelle

L'ampleur du choc, les limites du rebond

Mise à jour du 20 avril 2020

Olivier Passet, Directeur de la recherche économique



Directeur de la publication

Laurent Faibis, Président de Xerfi

Site

www.xerfi.com

e-mail

etudes@xerfi.fr

Adresse

13-15 rue de Calais 75009 Paris

Téléphone

01 53 21 81 51

Fax

01 42 81 42 14



À RETENIR

- 1 Le recul du PIB devrait être de l'ordre de 7,6% en 2020. Le rebond de l'activité en 2021 (+8,2%), en dépit de son apparente symétrie avec le dévissage de l'année précédente, recouvre en fait une récupération incomplète de l'économie.
- 2 Le scénario de rattrapage rapide de l'activité perdue bute en fait sur trois principaux écueils : le caractère non récupérable des pertes de production dans de nombreux services ; le butoir des capacités dans l'industrie, qui ne seront pas étendues pour un phénomène transitoire ; le ralentissement marqué de l'emploi et du revenu des ménages qui crée un effet de traîne sur le potentiel de rebond.
- 3 L'économie retrouve néanmoins son niveau de fin 2019 au quatrième trimestre 2021. Ce délai de plusieurs trimestres marque une altération de la croissance potentielle. L'arrière-plan d'instabilité financière et la trace longue que pourrait laisser le dévissage de l'activité sur la qualité des bilans des entreprises, de l'État et des banques, éloignent la perspective d'une récupération rapide en forme de V.
- 4 À court terme, la prise en charge des frais de personnel par l'État *via* le chômage partiel, les aides aux TPE, l'ajournement de certains frais et l'ouverture des vannes des crédits de trésorerie (garantis par la BPI) préservent les capacités. L'action gouvernementale évite le pire. Mais cet ajournement des dépenses et l'accroissement des dettes reportent sur les trimestres suivants les problèmes aigus de trésorerie. Les risques de redressement judiciaire et de dépôts de bilan sont particulièrement importants, parmi les PME de service notamment, en dépit des mesures de soutien public.
- 5 Le choc d'activité sera massif dans certains secteurs de services : les secteurs des transports, de l'hôtellerie-restauration, des services aux ménages (récréatifs, loisir, soins, etc.) et du commerce spécialisé. À cela s'ajoutent les industries (automobile, équipements, matériaux) les plus exposées au dévissage du commerce mondial et à la fermeture des distributeurs spécialisés. On peut estimer que le tiers de l'économie est en situation sinistrée, avec des effets dépressifs puissants sur 50% du PIB.
- 6 Outre les secteurs non marchands ou administrés, liés à la santé, l'action sociale, l'éducation, seules quelques activités marchandes devraient résister au tsunami : la filière agricole et alimentaire (hors restauration), les télécommunications, les services informatiques, la pharmacie et le secteur financier notamment.
- 7 Certains secteurs, même s'ils amortissent le choc à court terme, sont particulièrement exposés à des risques dépressifs durables, du fait des changements de comportement de consommateurs et des efforts de restauration des marges et des trésoreries des entreprises : l'aéronautique, les médias (confrontés au repli des recettes publicitaires) ou certains secteurs BtoB qui serviront de variable d'ajustement.

Xerfi produit depuis le 12 mars une série d'évaluations concernant l'impact de la crise du Coronavirus sur l'économie et sur la diffusion sectorielle de ce choc. À partir de cet instant, nous avons pris acte du fait que l'épidémie était devenue pandémie¹ : « *Le monde développé est confronté à une pandémie. En dépit du déni de certains dirigeants, les différents pays seront inexorablement amenés à adopter, dans un horizon très court, des mesures de plus en plus pénalisantes pour la demande et la mise en œuvre de la production. (...) Les entreprises doivent se préparer maintenant à un choc de premier ordre, qui peut mettre en péril leur trésorerie et leur survie, pour certaines* ». Cette note entérinait aussi le fait que le choc était devenu commun à toutes les économies et qu'il entraînerait une déperdition de plusieurs points de croissance. Elle prenait acte aussi, du fait que par son ampleur et son caractère inédit, elle amènerait toutes les entreprises à réévaluer leur stratégie et leurs projets de développement.

Nous n'avons eu de cesse depuis cette date d'intégrer au fil de l'eau toute l'information disponible pour évaluer l'ampleur du séisme pour les entreprises. Cette évaluation est allée logiquement dans le sens d'une aggravation de l'impact, en même temps que se confirmaient la mise en place d'un confinement stricte, que se rallongeait sa durée, que se généralisait sa mise en place dans le reste du monde et que s'envolaient les espoirs d'une sortie nette du processus. Partant initialement d'une situation d'incertitude radicale (tant du point de vue de l'ampleur ou de la durée du choc que des mécanismes en jeu), nous disposons maintenant d'éléments de plus en plus robustes pour tenter un exercice de dimensionnement de l'impact et d'éclairage de la dynamique de sortie de crise.

À ce stade nous estimons que le recul du PIB devrait être de l'ordre de 7,6% en 2020. Le rebond de l'activité en 2021, en dépit de son apparente symétrie avec le dévissage de l'année précédente (+8,2%), recouvre en fait une récupération incomplète de l'économie.

¹ L'Organisation mondiale de la santé (OMS) a déclaré, mercredi 11 mars, que l'épidémie due au coronavirus était désormais considérée comme une pandémie. « L'OMS n'a cessé de surveiller cette épidémie, et nous sommes très inquiets des niveaux de diffusion et de dangerosité, ainsi que des niveaux alarmants de l'inaction » de la communauté internationale.

1

L'ÉCONOMIE A L'ARRÊT : LES PREMIERS POINTS DE REPÈRE

Depuis les conjectures de début mars, concernant un choc dont on ignorait la durée, la diffusion géographique et tous les processus d'adaptation qui prévaudraient en France et à l'étranger, beaucoup d'éléments se sont précisés. Nous disposons notamment de premiers éléments liminaires sur l'ampleur de la mise à l'arrêt de l'économie. La banque de France a publié le 8 avril son point de conjoncture, à la fin mars 2020, sur la base d'une enquête réalisée entre le 27 mars et le 3 avril. Cette enquête livre sous forme de solde d'opinion, et de jours de fermeture, la perception des entreprises concernant l'activité depuis le confinement.

■ Opinion sur l'activité (solde), selon l'enquête Banque de France conduite du 27 mars au 3 avril

Industrie et construction		Services marchands	
Industrie automobile	-172	Hébergement	-185
Métallurgie et produits métalliques	-143	Réparation automobile	-177
Machines et équipements	-139	Restauration	-170
Fabrication de matériels de transport	-138	Travail temporaire	-164
Produits en caoutchouc et en plastique	-134	Autres activités de services	-154
Construction	-133	Nettoyage	-120
<i>dont second œuvre</i>	-131	Publicité et études de marché	-117
Équipements électriques	-131	Services marchands	-115
Autres matériels de transport	-129	Location	-112
Équipements électriques et électroniques	-126	Activités spécialisées, scientifiques, tech., services administratifs et de soutien	-108
Textiles, habillement, cuir, chaussure	-113	Conseil de gestion	-111
Autres industries manufacturières	-113	Transports et entreposage	-107
Industrie manufacturière	-107	Activités d'architecture, ingénierie, contrôle et analyse technique	-88
Produits informatiques, électroniques, optiques	-93	Activités juridiques et comptables	-52
Bois, papier et imprimerie	-93	Activités informatiques et services d'information	-60
Industrie chimique	-53	Information et communication	-54
Industries agroalimentaires	-33	dont services d'information	-48
Industrie pharmaceutique	-11	Édition	-30

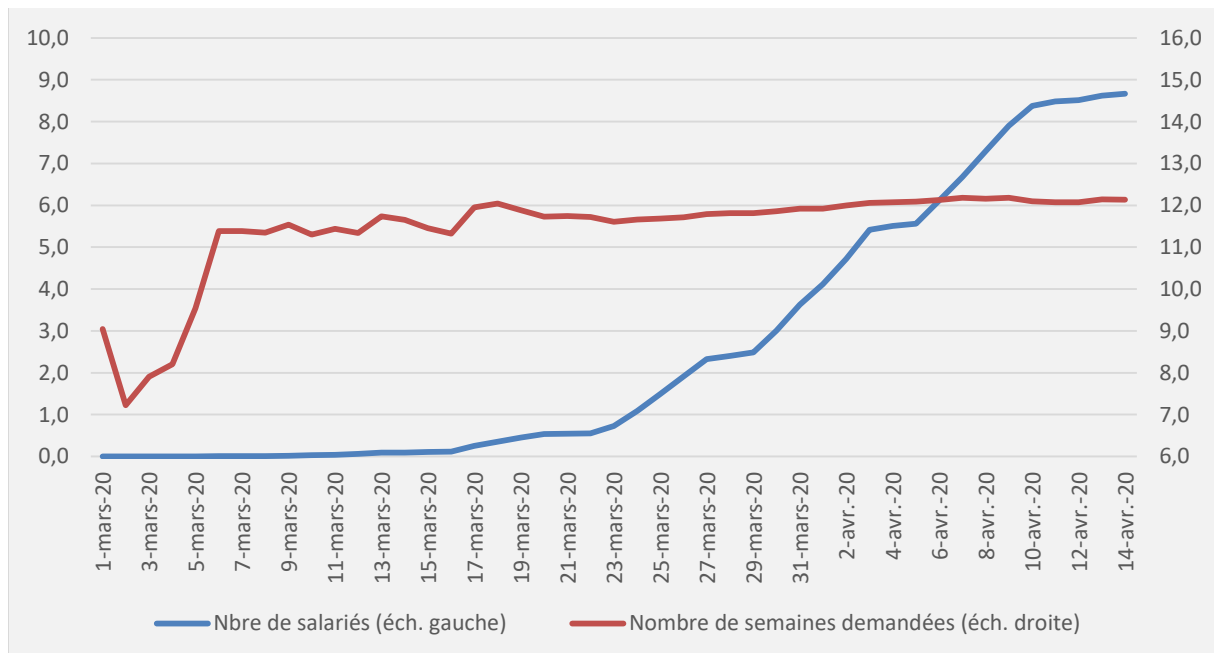
Source : Banque de France

Cette enquête confirme ce que nous avons supputé jusqu'ici, sur la base de sources parcellaires, concernant l'ampleur et la diffusion sectorielle instantanée du choc. Côté production physique, ce sont bien la construction automobile, les produits de base, les biens d'équipement et la construction (gros-œuvre comme second œuvre) qui sont en première ligne. Côté services, hébergement, restauration, réparation automobile, services aux ménages, intérim, sont bien à l'arrêt ou quasi-

arrêt. Et les effets collatéraux sur les autres secteurs sont de forte ampleur, comme attendu. A contrario, les secteurs plus ou moins épargnés, sont bien ceux qui avaient été logiquement pointés : la chimie, l'agroalimentaire, la pharmacie, côté industrie, information et communication, services juridiques et comptables etc., côté services. Elle confirme aussi ce que nous avons souligné début mars à savoir que cette crise ébranle avec la même ampleur et de façon synchrone l'industrie et les services, ce qui en fait un événement totalement inédit, avec un pouvoir déstabilisateur inégalé sur l'activité.

Une seconde source, nous permet de prendre la mesure de la mise à l'arrêt de l'activité et de sa diffusion sectorielle : les données concernant le chômage partiel qui sont mises à jour presque quotidiennement par le ministère de l'emploi et détaillées par secteur à un rythme hebdomadaire par la DARES.

■ Nombre de chômeurs partiels et durée demandée en semaines



Source : ASP-DGEFP-Dares – Extraction du SI APART 14 avril 2020

Après la déferlante, le mouvement commence à se stabiliser depuis la fin de la seconde semaine d'avril. Le ratio entre le nombre de personnes concernées par le dispositif et le nombre de salariés de chaque secteur donne une première idée de l'ampleur de l'arrêt technique de chaque grande activité². Il ne s'agit certes que d'une approximation, les entreprises ayant des comportements très hétérogènes selon leur taille, la nature des contrats de travail, les contraintes de maintenance qui demeurent, même lorsque l'activité est à l'arrêt. Le profil des entreprises agit donc sur la propension à recourir au chômage partiel. Le poids des emplois précaires dans certains secteurs peut dispenser de recourir au dispositif : la haute fréquence des ménages employeur, des contrats courts ou du statut d'intermittence dans les services aux ménages amène notamment à sous-estimer la panne d'activité. Néanmoins cet indicateur corrobore très largement la hiérarchie qui se dégage de l'enquête Banque de France.

² La DARES délivre aussi une version plus détaillée depuis le 14 avril.

■ Part des chômeurs partiels et pertes de volume de travail induites sur un an

	Pourcentage de salariés concernés	Pourcentage demandé de volume annuel d'heures
Hébergement-restauration	80,2%	27,1%
Construction	75,6%	23,7%
Matériels de transport	61,5%	14,0%
Autres branches industrielles	52,6%	15,2%
Services aux entreprises	48,5%	11,6%
Commerce	46,2%	14,8%
Biens d'équipement	46,0%	12,3%
Transport	37,9%	12,7%
Services aux ménages	37,0%	11,6%
Services immobiliers	35,0%	10,5%
Industries agroalimentaires	28,3%	8,2%
Information-communication	27,8%	8,0%
Energie, eau, déchets	21,4%	5,6%
Cokéfaction et raffinage	12,8%	3,4%
Agriculture	11,8%	3,2%
Services financiers	11,8%	3,3%
Services non marchands	7,4%	1,9%
Total de l'économie	33,9%	10,4%
Secteur marchand	46,2%	10,2%

Source : ASP-DGEFP-Dares – Extraction du SI APART 14 avril 2020

Si l'on rapporte maintenant le nombre d'heures chômées demandées par les entreprises au volume horaire annuel de travail mobilisé par chacun des secteurs, on peut se faire une idée approximative de la perte de production induite sur un an par la baisse du nombre d'heures travaillées. Il faudrait pour cela que les entreprises tirent intégralement sur les douze semaines qu'elles ont demandées en moyenne, ce qui est très peu probable au regard de la date prévue du déconfinement.

Ces premières données indiquent que dès à présent plus d'un tiers des salariés sont à l'arrêt à échelle nationale et près de la moitié dans la seule sphère marchande. Ces chiffres corroborent aussi les premières estimations de l'INSEE selon qui, seule la moitié de l'activité des industries (hors agro-alimentaire) serait maintenue.

On peut donc considérer à ce stade que l'on commence à mieux cerner l'ampleur du dévissage instantané de la production induit par le confinement et les diverses interdictions d'exercice d'activité. Du reste, ce décrochage instantané de l'activité a été d'emblée assez bien (ou disons plutôt consensuellement) appréhendé par les divers instituts, même si la convergence des moyennes recouvre des écarts parfois significatifs de secteurs à secteurs. Depuis les premières notes Xerfi, post confinement, nous évaluons à un tiers la part de l'économie en quasi-arrêt, avec des effets diffus puissants qui s'étendent à 50% de l'économie. Le chiffrage de cet effet aboutissait jusqu'ici à un décrochage immédiat du PIB estimé à 32-33% pour Xerfi, en ligne avec l'OFCE et la Banque de France.

■ Estimation de la perte instantanée d'activité selon différents instituts

	Poids dans la VA en %	Xerfi 26 mars	OFCE 30 mars	Xerfi 1 ^{er} avril	BdF 8 avril	INSEE 9 avril
Agriculture	1,6	0	-13	0	-6	-10
Energie	2,3	-22	-18	-15	-15	-23
Agroalimentaire	2,2	-15	-20	-10	-6	-5
Cokéfaction raffinage	0,1	-65	-48	-75	-48	-80
Biens d'équipement	1,5	-70	-33	-75		-72
Matériel de transport	1,3	-60	-70	-85		-61
Autres industries	6,0	-55	-36	-60		-53
Construction	5,5	-60	-51	-85	-75	-88
Commerce	10,7	-48,5	-55	-45	-65	-56
Transport	4,4	-65	-47	-65		-66
Hébergement restauration	2,8	-90	-98	-90	-12	-90
Information-communication	5,6	0	-17	-15		-34
Services financiers	4,5	0	-16	-10		0
Immobilier	12,4	-10	-18	-7	-34	-1
Services aux entreprises	14,1	-40	-48	-50		-47
Services aux ménages	2,9	-80	-39	-85	-34	-77
Non marchand	22,1	0	-10	0	-9	-15
Économie totale		-32	-32	-33	-32	-36

Sources : Xerfi, INSEE, OFCE, Banque de France

Plus récemment, l'INSEE a légèrement rehaussé cette évaluation à 36%. Et nos propres réajustements, tenant compte des nouvelles données de la Banque de France et de la DARES, nous conduisent au même pourcentage, dans le cadre de cet exercice de projection.

Néanmoins, aussi spectaculaire que soit ce chiffre, il ne nous dit rien de la suite de l'histoire. Le décrochage pourrait être de 25% ou de 45%, c'est la dynamique qui s'enclenche à partir de ce choc sur le restant de l'année qui sera décisive. L'ampleur du décrochage de la production n'est pas neutre. Plus l'économie s'éloigne de son sentier, plus il est difficile de rattraper par la suite compte tenu des capacités installées. Mais les écarts d'évaluation ne jouent finalement qu'un rôle de second ordre sur l'exercice de projection. C'est bien plus la ventilation sectorielle qui permet d'éclairer l'exercice en dynamique, car la capacité et la vitesse de rebond et de rattrapage diffèrent fortement d'un secteur à l'autre. Pour prendre un exemple basique, un achat de véhicule automobile peut être reporté. La fin du confinement peut donc entraîner un pic de commandes et de livraisons par la suite, moyennant un rallongement des délais. Une saison touristique ou de mode est en revanche non rattrapable.

C'est précisément sur cette question de la capacité de rebond de l'économie à l'issue du confinement, puis en 2021, que nous centrons cet exercice.

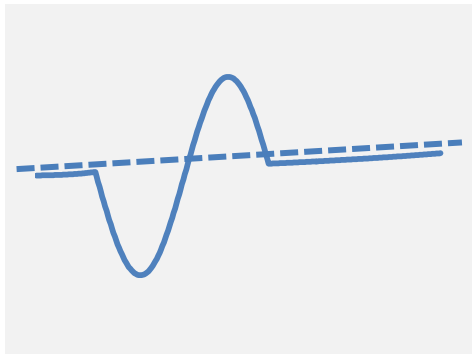
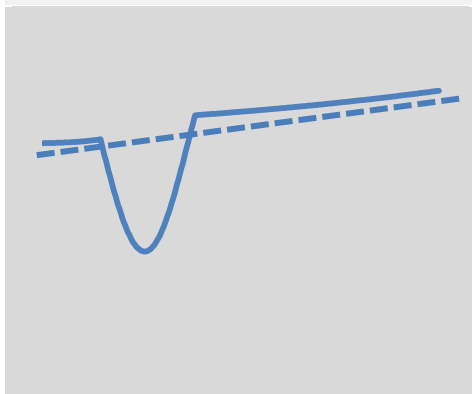
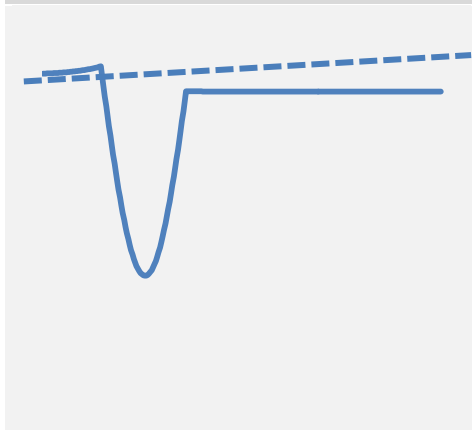
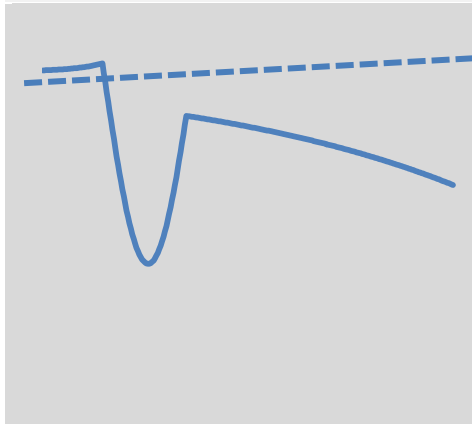
■ Estimation de la perte instantanée d'activité retenue dans l'exercice de projection

	Poids dans la VA en %	Xerfi 15 avril	Justification des écarts avec les précédents exercices
Agriculture	1,6	-7	
Energie	2,3	-17	
Agro-alimentaire	2,2	-12	Le report de la filière en amont de la restauration collective et privée sur l'alimentation domestique ne peut être que partiel. Le recul des exportations est également important
Cokéfaction raffinage	0,1	-66	
Biens d'équipement	1,5	-75	
Matériel de transport	1,3	-70	Les données d'enquête et de chômage partiel confirment que le freinage s'étend au-delà de l'automobile.
Autres industries	6,0	-60	
Construction	5,5	-88	Très faible redémarrage des chantiers confirmé par les enquêtes, en dépit de l'accord du 22 mars entre gouvernement et fédérations
Commerce	10,7	-49	
Transport	4,4	-66	
Hébergement restauration	2,8	-90	
Information-communication	5,6	-20	La baisse des recettes publicitaires est déjà très marquée du côté des médias
Services financiers	4,5	-7	Recul des prêts hypothécaires mais maintien de l'assurance et forte expansion des crédits de trésorerie
Immobilier	12,4	-7	
Services aux entreprises	14,1	-50	
Services aux ménages	2,9	-80	
Non marchand	22,1	-10	Nous tenons compte ici de la part marchande des activités non marchandes : crèches, garderies, bibliothèques, médecine de ville, sport etc.
Économie totale		-36	

Source : Xerfi

La note se positionne par rapport à quatre cas types et stylisés de sortie de crise. Le premier scénario, dit « de rattrapage », suppose que le surcroît d'épargne des ménages, stérilisé durant le confinement, est rapidement réinjecté dans l'économie, permettant de compenser en large partie le manque-à-gagner de la période de confinement. Il suppose de très faibles frictions dans l'économie, et notamment une rapidité de récupération de la production en sortie de confinement. Il suppose aussi qu'une majorité des secteurs sont susceptibles de tourner nettement au-dessus de leurs capacités pendant plusieurs mois ou d'embaucher sur contrats courts, pour répondre à cette demande momentanée. Il nous paraît d'emblée très fortement improbable.

■ Les différents profils de sortie du confinement

	<p>Scénario 1 : rattrapage</p> <ul style="list-style-type: none"> - Il suppose une économie sans friction. Les entreprises repartent rapidement sans contraintes de ressources. - L'intégralité des capacités et des revenus ont été préservés par les transferts de l'État. - Les entreprises sont capables de passer en sursrégime pour compenser le manque à gagner du confinement. - Dans le cas idéal, le choc peut être annulé, au moins partiellement.
	<p>Scénario 2 : récupération rapide ou scénario en V</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'activité retrouve rapidement son niveau et sa tendance d'avant crise. - Compte tenu de la durée du confinement et de l'ampleur des pertes de production en mars-avril-mai, cela suppose au minimum un reflux moyen de l'activité de l'ordre de 5-6% en 2020. - Il peut être amélioré, en supposant un rattrapage diffus, qui rehausse la croissance des trimestres post-crise (les ménages dépensent leur surcroît d'épargne).
	<p>Scénario 3 : longue traîne de la crise</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'activité porte la trace du décrochage de l'activité et ne renoue pas avec sa tendance. - Le poids des dettes, les comportements d'épargne de précaution, les destructions d'emplois, les faillites liées aux impasses de trésorerie, l'étirement de la crise au plan international, ne permettent pas à l'économie de renouer avec les niveaux et rythmes précédents. - Ce scénario peut être plus en moins prononcé. L'activité de 2020 se situerait dans une fourchette de -7 à -10%.
	<p>Scénario 4 : grande dépression</p> <ul style="list-style-type: none"> - Le dévissage d'activité du confinement n'est non seulement pas rattrapé, mais l'activité s'engage dans une spirale dépressive et déflationniste. - Les raisons d'un tel enchaînement ne manquent pas : mauvaise coordination des politiques européennes, guerre monétaire au détriment de l'euro, fissuration du système bancaire, tensions sociales, etc. - Cette crise peut se produire de façon différée, dans un second temps, comme en 2008, du fait de la mauvaise gestion des dettes.

Le dernier scénario de grande dépression suppose notamment un craquement financier, voire social ou politique. L'activisme de la puissance publique et des banques centrales, en France et à l'étranger, nous paraît en mesure de retarder ce type d'enchaînement cumulatif à court terme. Ce scénario n'est pas à exclure à plus long terme. Mais il se jouera alors comme un effet de second tour (scénario en W), comme en 2010. Il pourrait être le résultat d'une rigueur qui s'éternise du côté des entreprises et des États et d'une mauvaise coordination des pays.

Dès lors, c'est bien entre les scénarios 2, « de récupération en V », et 3 « de longue traîne », que se situe l'alternative. Le premier n'efface pas la cicatrice du confinement en 2020 mais laisse augurer une récupération en 2021. Le second marque une nouvelle cassure de la croissance potentielle dans les années à venir et une remontée durable du chômage. La crise se transformerait alors en dépression larvée.

2

UN JEU D'HYPOTHÈSES QUI SE PRÉCISE

Crise durable (récession chronique) ou rebond ? Répondre à cette question suppose de procéder à un exercice complet de prévision. Contrairement aux précédents exercices que nous avons produits jusqu'ici, nous ne pouvons plus parler à ce stade d'incertitude radicale. Nous disposons de plus en plus d'informations permettant de circonscrire l'exercice, si ce n'est avec précision, au moins avec une marge d'erreur acceptable. Listons ce que nous savons avec un fort degré de fiabilité.

Concernant la pandémie tout d'abord :

- **La date de sortie de confinement** a été précisée le 14 avril par le gouvernement avec une forte probabilité de réalisation. La date du 11 mai signifie que le confinement va au-delà de l'hypothèse de travail que nous avons retenue jusqu'ici (confinement jusqu'à fin avril). Cela porte à 36 jours ouvrés et 44 jours ouvrables la durée de blocage élargi de l'activité.
- Il est certain également que le **déconfinement ne pourra être opéré que de façon graduelle**. Certains secteurs liés à l'événementiel reprendront par exemple au plus tôt qu'après le 15 juillet.
- **Les mesures de sécurité sanitaire éliminent de surcroît toute possibilité d'un retour immédiat à la normale de certaines activités économiques**. Elles interdisent notamment tout effet de *rush* dans un certain nombre de services : distribution, tourisme (hôtellerie et restauration, voyages, etc.), transport etc. Tout scénario de sortie euphorique et de comportements d'achats ou de divertissements compensatoires qui auraient pu effacer à brève échéance une partie du manque à gagner dans les services est donc à exclure.
- Il semble acquis également que **le virus demeurera un problème latent et durable** : la population française est très loin de l'immunité collective (seul 5 à 10% de la population aurait développé des anticorps) et de surcroît le virus ne perd pas en virulence en fonction des saisons. Cet élément va constituer un frein à la mobilité ou au tourisme à horizon indéterminé.

- Les pays, avec des degrés divers d'avancement, se rapprochent tous d'un « haut plateau » épidémique. Les mesures de distanciation sociale ont ralenti le nombre de nouveaux cas et de nouveaux décès. On observe également une lente descente des admissions qui canalise le problème tant craint d'une saturation hospitalière. Mais la phase descendante de l'épidémie sera longue et demeure exposée au risque d'apparition d'une nouvelle vague, à horizon d'un an et demi, tant qu'un vaccin n'est pas commercialisé.

Au plan économique, il est acquis que tous les pays développés connaîtront un choc d'activité massif, sur lequel le FMI a déjà formulé des ordres de grandeur qui paraissent crédibles. On peut donc sur cette base esquisser **une demande internationale adressée** à la France et en inférer économétriquement les exportations françaises. Complétant les précédents exercices auxquels nous avons procédé, cette analyse de la dynamique des marchés internationaux permet de préciser les composantes nationale et internationale de la dynamique des marchés auxquels s'adressent les entreprises. Le caractère symétrique du choc au plan international, limite d'emblée les possibilités de redéploiement géographique stabilisateur pour les groupes hexagonaux.

■ Principales hypothèses de contexte international en 2020 et 2021

	2019	2020	2021
Euro = ... dollars	1,12	1,12	1,20
Taux OAT à 10 ans	0,13	-0,10	0,00
Pétrole (Brent en \$)	64,3	37,5	40,2
PIB			
Zone euro	1,2%	-7,7%	4,1%
dont :			
Allemagne	0,6%	-7,2%	3,8%
Italie	0,3%	-9,3%	5,3%
Espagne	2,0%	-8,6%	5,8%
Pays-Bas	1,8%	-5,0%	3,9%
Royaume-Uni	1,4%	-8,6%	4,7%
États-Unis	2,3%	-7,1%	4,1%
Demande adressée par le reste du monde (Importations des pays, pondérées par la structure des exportations françaises)	3,0%	-15,7%	15,2%

Prévisions Xerfi / Source : Feri

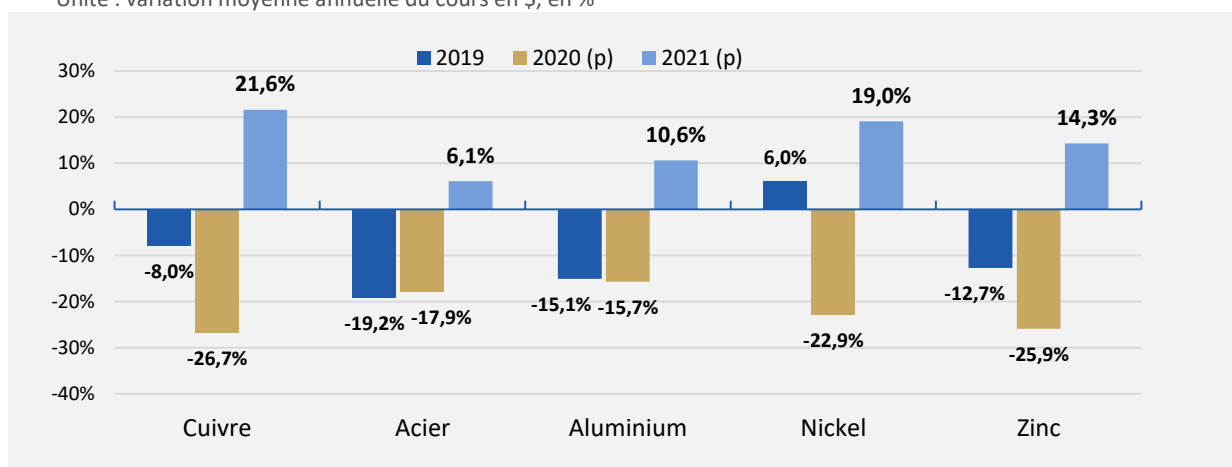
Le contexte de dépression du prix des matières premières énergétiques et industrielles paraît également bien installé. Compte tenu de l'ampleur des déséquilibres entre l'offre et la demande et de l'ampleur des stocks, la récupération des niveaux de prix d'avant crise est peu probable sur l'horizon de cette prévision :

- C'est notamment le cas concernant le prix du pétrole. Coupes de production et reprise modérée de la demande mondiale devraient néanmoins tirer les cours à la hausse à partir du second semestre 2020 et en 2021. En moyenne annuelle, l'année 2020 se soldera néanmoins par une chute de plus de 40% du cours du Brent, qui tombera dans notre scénario de base à son plus faible niveau depuis 2003. En année pleine, le prix de l'or noir ne devrait remonter qu'en 2021, mais à un rythme très modéré (+7%).

- Concernant les métaux, dont les prix impactent les coûts d'une gamme large d'industries (de la construction à l'industrie automobile, en passant par l'aéronautique et les biens d'équipement), après une chute généralisée en 2020, les cours devraient rebondir en 2021, sans pour autant retrouver les niveaux de l'année dernière (déjà en baisse par rapport à 2018). Le rebond sera nettement plus marqué sur les marchés qui se caractérisent depuis deux ou trois années par une offre déficitaire (cuivre, nickel, zinc) que dans celui de l'acier. Ce dernier dispose traditionnellement de larges surcapacités de production (surtout en Chine) qui limiteront les marges de remontée des prix.

■ Scénario Xerfi pour les cours des principaux métaux industriels en 2020 et 2021

Unité : variation moyenne annuelle du cours en \$, en %



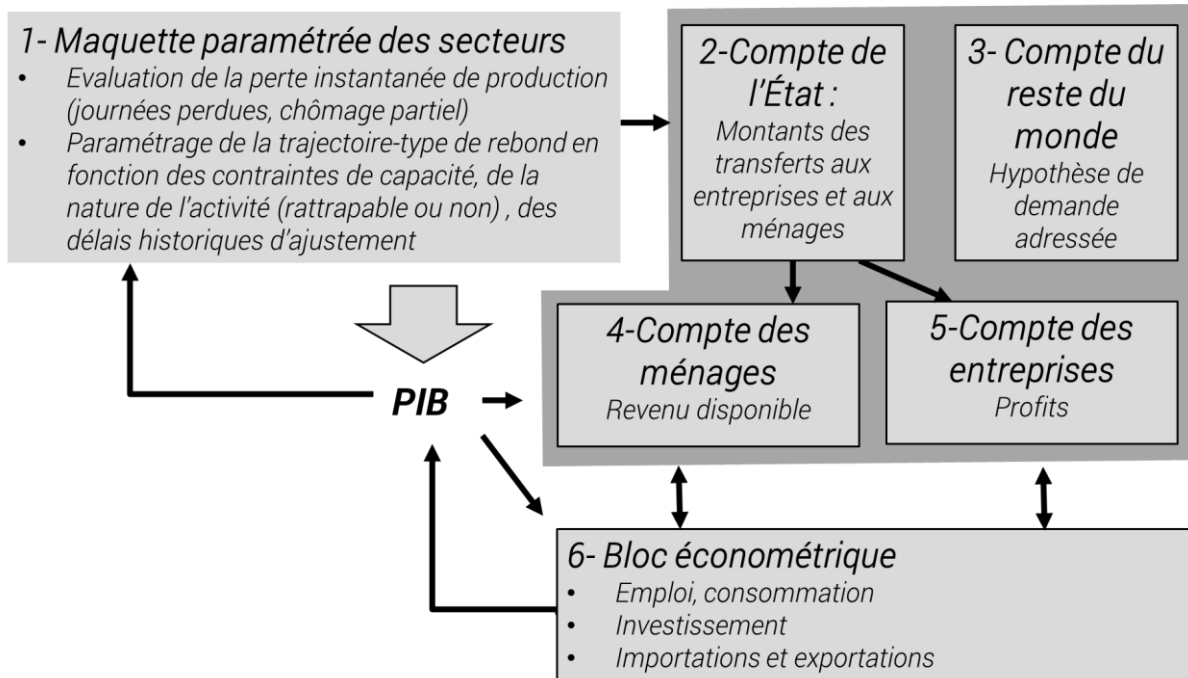
Prévisions Xerfi / Source historique : Insee

Ce contexte de baisse puis de remontée lente des prix internationaux agit à la baisse sur l'inflation. Cet effet contrebalance les pressions inflationnistes localisées que pourraient générer certains goulots d'étranglement du fait de la désorganisation des chaînes de valeur.

Concernant les politiques de stabilisation de l'activité, leur dimensionnement se précise. L'enveloppe de soutien aux entreprises atteint désormais 110 milliards d'euros : chômage partiel ; report ou remise des échéances fiscales et sociales ; fond de solidarité pour les TPE ; possibilité de report des charges d'eau et d'énergie ; garanties à hauteur de 90 % par la BPI sur toutes les nouvelles lignes de trésorerie ; report gratuit des échéances bancaires pendant 6 mois, etc. L'ensemble du dispositif représente dès à présent 4,5% du PIB. De surcroît, le gouvernement fonctionne aujourd'hui à guichet ouvert. Il paraît acquis que les montants budgétés ne sont pas limitatifs. Réévaluée aujourd'hui à 24 milliards, l'enveloppe concernant le chômage partiel pourrait à elle seule être encore rehaussée de plus de 50%. Nous estimons son coût aujourd'hui à près de 38 milliards d'euros. Cet activisme public, combiné à la politique d'achat de titres massive par la BCE, limite fortement la probabilité d'un enchaînement catastrophique du type scénario 4 évoqué plus haut.

3

LA CONSTRUCTION D'UN OUTIL SPÉCIFIQUE D'ANALYSE ET DE PRÉVISION DU CHOC COVID-19



Pour aborder ce choc spécifique, Xerfi a bâti un outil économétrique spécialement conçu pour répondre aux problématiques de cette crise :

- Un premier bloc, « maquette paramétrée des secteurs », évalue les pertes de production au regard des jours ouvrés perdus. Il spécifie la dynamique de retour à la normale de chaque secteur et de rattrapage au regard 1/ des vitesses d'ajustement passées ; 2/ du caractère récupérable ou non des pertes de production ; 3/ des limites de capacité qui créent un butoir à un rattrapage rapide. Cet outil permet de réaliser une première évaluation du PIB, partant des secteurs, et sert d'amorçage à l'exercice de prévision.
- Un second bloc (de comptes d'agents 2, 3, 4 et 5) paramètre les revenus des ménages, de l'état des entreprises et du reste du monde : les transferts publics y sont incorporés comme élément exogène (le dispositif massif de chômage partiel, par exemple, qui affecte le revenu des ménages, les marges des entreprises et le solde public).
- Sur cette base sont estimées les grandes composantes de la demande, en s'appuyant sur des outils économétriques (consommation, investissement, importation, exportation).
- Cette évaluation de la demande est ensuite confrontée et passée au tamis de la maquette 1 paramétrée des secteurs. Ce bloc, joue alors de force de rappel, prenant en compte les rigidités de l'offre et les lenteurs d'ajustement de l'économie réelle.
- Le modèle converge par itération sur la prévision finale.

L'histoire des crises, montre qu'il faut plus d'un an à l'industrie pour récupérer une perte de production, même dans un contexte de demande et de revenus très favorable comme en 1968. Il existe une forte hétérogénéité de situations sectorielles, que nous essayons de formaliser au plus près dans cet exercice de projection

■ Capacité de récupération puis de rattrapage des secteurs

	Capacité de normalisation	Possibilités de rattrapage
Agro-alimentaire	- Secteur peu affecté ; normalisation / récupération aisée	
Cokéfaction raffinage Biens d'équipement Matériel de transport Autres industries Construction	- Désorganisation des chaînes de valeur, délais de restockage ; - Disponibilité partielle de la main-d'œuvre ; - Dégradation des revenus, climat d'incertitude, comportements de précaution ; - Reprise asynchrone des autres économies.	- Butoir physique des capacités de production - Ralentissement durable de l'emploi, du revenu des ménages et de la capacité de financement des entreprises
Commerce	- Prolongation des contraintes liées aux gestes barrière ; - Repli sur la clientèle nationale.	- Pertes de collections non rattrapables pour le commerce saisonnier ; - Rattrapage partiel pour les biens durables mais borné par la contrainte budgétaire ;
Transport		- Pertes non récupérables - Risque de diminution durable des voyages longue distance
Hébergement restauration		- Risque de déclin prolongé du tourisme transnational ou transcontinental.
Information-communication		- Baisse durable des recettes publicitaires
Services financiers	- Rétablissement des ratios de risque et de liquidité à terme, qui limitera l'expansion du crédit à terme.	
Immobilier		
Services aux entreprises	- Pressions durables sur les prix et les volumes liées à la dégradation de trésorerie des clients	- Pertes de recettes pour l'essentiel non rattrapables
Services aux ménages	- Prolongation des contraintes liées aux gestes barrière.	- Pertes de recettes pour l'essentiel non rattrapables

4

LE SCENARIO DE CROISSANCE DE XERFI

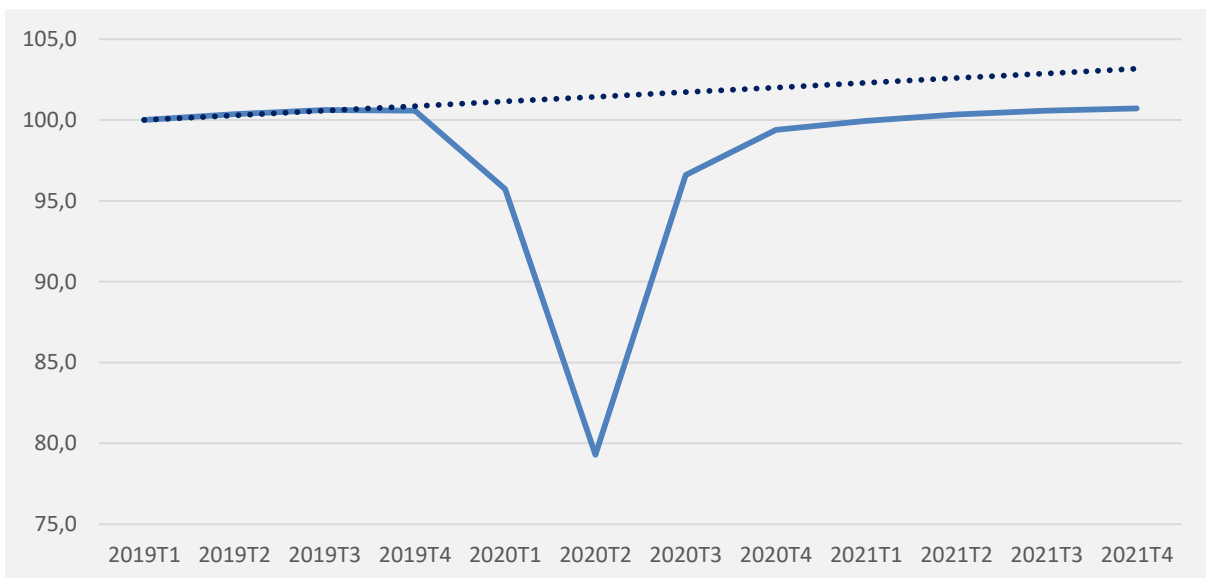
Un scénario médian de croissance

Cette projection intègre l’hypothèse d’une sortie du confinement le 11 mai, comme annoncé par le gouvernement. Il intègre également une période de montée en régime graduelle de l’appareil productif jusqu’au 30 juin, et tient compte des exceptions concernant l’hôtellerie-restauration, l’événementiel, etc. **Cette hypothèse nous amène à réviser substantiellement à la baisse le scénario médian de croissance (-7,6% en 2020 et +8,2% en 2021 au lieu de -4,9% et +5,5% précédemment).** La projection s’est enrichie d’un premier bouclage international. L’exercice tient compte également du dernier plan d’urgence annoncé par le gouvernement pour stabiliser l’économie, dans sa version la plus récente (deuxième projet de loi de finances rectificative (PLFR), présenté le mercredi 15 avril 2020). Il actualise également les données de chômage partiel jusqu’au 16 avril.

En dépit de l’incertitude qui entoure toujours ce chiffre, il nous semble reposer sur des hypothèses mieux stabilisées que les précédents exercices. Il sera dorénavant actualisé avec une moindre fréquence.

En l’état, par rapport au questionnement initial sur le profil de rebond et de sortie de crise, ce chiffre classe notre projection dans une version plutôt haute du scénario 3 « longue traîne de la crise ».

■ Profil de récupération de l’économie, par rapport à la tendance de moyen terme



Source : calculs et prévisions Xerfi

Baisse de la trésorerie et hausse de l'épargne des ménages

Comme nous l'avons souligné lors des précédents exercices, le choc du Covid-19 et du confinement crée une dualité inédite entre la dynamique du revenu des ménages (marginale altérée du fait des transferts publics massifs) et l'effondrement de l'offre et de la consommation, liée au contingentement de la force travail et aux restrictions forcées de l'accès à certains biens et services. Cette situation crée deux à-coups simultanés d'une ampleur considérable : **l'un à la baisse sur les marges et la trésorerie des entreprises**, et par ricochet sur les comptes de l'État, qui temporise le choc par des transferts ; **l'autre à la hausse sur le taux d'épargne des ménages**, qui sont momentanément dans l'impossibilité réglementaire et fonctionnelle de dépenser leur revenu. 45 % des dépenses de consommation sont tout ou partie bloquées par le confinement. Lorsque l'on tient compte du poids des dépenses contraintes et des circuits parallèles du e-commerce, le décrochage immédiat de la consommation est de l'ordre de 35-40%. Cela aide à comprendre le profil, en première approche insensé, des variations trimestrielles du compte qui est présenté.

La relative inertie des revenus, combinée à l'effondrement de la consommation produit **une énorme épargne forcée du côté des ménages. Le taux d'épargne habituellement compris entre 14 et 15 % du revenu disponible, fait une embardée à près de 19% au premier trimestre puis 35% au second. Cet écart est précisément ce qui peut armer les comportements de rattrapage par la suite.** Et toute la question pour estimer l'impact en année pleine du confinement, c'est bien cet enjeu du rattrapage que nous avons évoqué et stylisé en quatre scénarios plus haut.

Une récupération lente et incomplète de l'économie à horizon 2021

Cette projection ouvre la voie à une récupération graduelle et presque complète des niveaux d'activité prévalant avant-crise à horizon fin 2021. Les effets de rattrapage sont en revanche quasiment inexistantes, contrariés par la dynamique des revenus et des dettes. Le choc étant de surcroît largement centré sur les services, une partie des dépenses perdues n'est pas récupérable, hormis quelques effets très isolés de *rush* à la sortie du confinement. Mais mêmes ces derniers sont peu probables, tant la période qui s'ouvre exige le maintien de la discipline de distanciation sociale. Quant à l'industrie ou à la construction, les possibilités d'un rattrapage de production sont limitées par le butoir des capacités. Deux facteurs clés (outre la dégradation durable du contexte international) nous conduisent à modérer les possibilités de rattrapage en 2021 :

- La montée des dettes bancaires, l'allongement des délais de paiement pour les PME, la dégradation inévitable de la trésorerie des entreprises et la forte dégradation des comptes publics invitent à la prudence sur le potentiel de récupération rapide et sans séquelles de l'économie à moyen terme.
- Le net ralentissement de la dynamique de croissance du revenu disponible des ménages. Ce coup de frein est lié à la dégradation de l'emploi, même si cette dernière demeure amortie, grâce à la massification du chômage partiel, qui touche dès à présent un salarié sur trois, et aux comportements de modération salariale des entreprises en 2021, pour restaurer leur trésorerie. Nous estimons à 3,7 points le ralentissement de la croissance du revenu disponible brut des ménages (revenu après impôts et transferts sociaux), entre 2020 et 2019 : -0,6 % au lieu de 3,1%. Ce coup de frein, qui s'étire en 2021, constitue le principal mécanisme qui entrave la possibilité d'une reprise en V.

Dans ce contexte, de dégradation des conditions financières des entreprises et de demande durablement en retrait par rapport aux capacités installées, l'investissement sera fortement pénalisé dans la durée, ainsi que la construction, qui était déjà en phase de ralentissement. Certains secteurs BtoB pourraient porter également longuement la marque de la crise. Les industries à cycle long de production, comme l'aéronautique ou le ferroviaire, pourraient également mettre en cause leurs plans de charge compte tenu de la dégradation de la situation financière des transporteurs et d'une modification des comportements de mobilité. L'automobile pourrait aussi être déstabilisée dans la durée alors que son modèle est déjà en plein doute, ce qui pourrait accélérer la décrue et la concentration des capacités.

Le scénario de rebond est également contrarié par le caractère asynchrone des processus de résolution de crise dans les différentes régions du monde. Il existe notamment de gros doutes, sur la capacité d'endigement de l'épidémie sur le continent américain et dans de nombreux pays en développement.

■ Les freins financiers à une reprise en V

Rebond possible à la fin du confinement	Mais risque de crise à double détente, comme en 2008	
<p>Rebond de la Bourse</p> <p>Restockage</p> <p>Rattrapage de la demande différée</p> <p>Diminution du taux d'épargne</p> <p>Contexte prolongé de faiblesse des taux d'intérêt et de l'inflation</p>	<p>Risque de surajustement à la hausse sur les prix des matières premières et les produits de base, compte tenu de la destruction des capacités</p> <p>Effort prolongé de reconstitution de trésoreries, qui freinera au-delà du pic d'épidémie les embauches et l'investissement</p> <p>Efforts de consolidation des finances publiques sur fond de forte dégradation des comptes de l'État</p>	<p>Fragilité de la sphère financière à surveiller</p> <p>Les banques peuvent bénéficier d'un effet d'aubaine à court terme grâce à la hausse des opérations de crédits de trésorerie aux entreprises (si la crise est limitée dans le temps)</p> <p>Mais risque de restriction du crédit lié à la restauration des ratios de risque ou de liquidité momentanément assouplis</p>

5

SITUATION FINANCIÈRE ET DYNAMIQUE DE DEMANDE DES MÉNAGES ET DES ENTREPRISES

La crise du Covid-19 entraîne une forte cassure de la dynamique du pouvoir d'achat des ménages. Le revenu disponible des ménages avait progressé de 3,1 % en 2019. Compte tenu de la progression des prix, le gain de pouvoir d'achat avait été de 1,9 % en moyenne. Les comportements d'épargne de précaution avaient néanmoins amorti l'effet potentiel sur la consommation, qui n'avait progressé que de 1,2%. **En 2020, le pouvoir d'achat devrait reculer de près de 1%.** On observe donc un ralentissement de 2,5 à 3 points du pouvoir d'achat entre 2019 et 2020. Ce dernier pourrait stagner encore en 2021. Autrement dit, les fondamentaux de la consommation sont faibles et dégradés. Cet élément altère la capacité de rattrapage de la consommation contrainte durant le confinement comme nous l'avons signalé plus haut.

Plusieurs facteurs expliquent cette cassure :

- **Le recul de l'emploi de l'ordre de 1% en moyenne en 2020.** Nous prévoyons une dégradation prolongée des recrutements, même si le chômage partiel permet de temporiser le mouvement de baisse par rapport à ce qui se serait produit sans soutien public au financement de la masse salariale ;
- **L'extension du chômage partiel à près de 9 millions de salariés** explique une autre part importante du décrochage. Compte tenu de l'hypothèse retenue d'un chômage partiel d'une durée de 56 jours en moyenne et de la décote de 16% du revenu net pour les salariés qui ne sont pas au SMIC, nous estimons que le dispositif de préservation de l'emploi entame de 0,9 point le pouvoir d'achat des ménages en 2020. Cet effet joue à rebours en 2021 ;
- **La forte dégradation du revenu des indépendants** participe également fortement au recul du pouvoir d'achat (pour un point également). Les aides gouvernementales ne suffisent pas à compenser les pertes de recettes des professions indépendantes ;
- À ces trois principaux facteurs de baisse, il faut ajouter **les heures supplémentaires et les primes perdues** ;
- Seul **le recul de l'inflation (importée notamment) permet d'amortir le choc** et de redonner un peu d'oxygène à la dépense des ménages.

■ Revenu des ménages

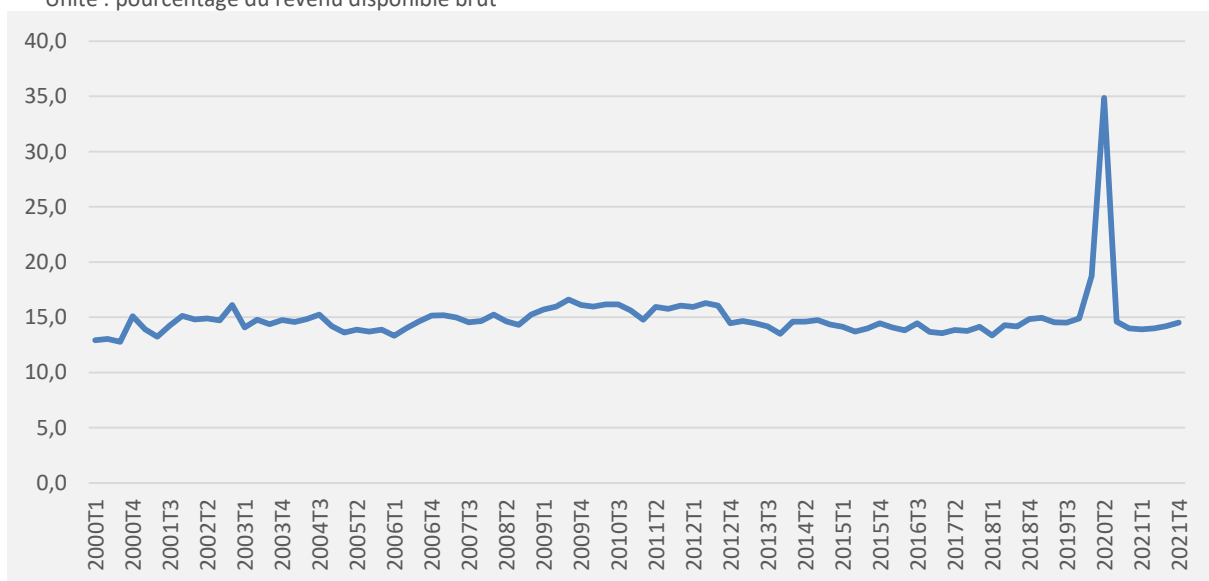
Unité : pourcentage des variations annuelles

	2018	2019	2020	2021
Emploi salarié	1,1	1,0	-1,0	-0,8
Salaire brut / tête	1,8	1,9	0,7	1,0
Masse salariale	2,9	2,9	-5,9	6,2
Revenu indépendants	-0,3	-0,4	-14,0	6,9
Loyers	2,3	2,8	1,5	1,6
Revenus financiers net	25,9	8,3	-2,0	0,5
Prestations sociales	2,3	2,6	9,0	-5,8
Cotisations sociales	-7,7	-0,4	-5,9	6,2
Impôts	9,6	0,9	-2,8	-0,4
RDB	2,7	3,1	-0,6	1,6
Prix à la consommation	1,5	1,1	0,1	1,4
Pouvoir d'achat	1,2	1,9	-0,8	0,2
Consommation	0,9	1,2	-7,4	8,1
Taux d'épargne	14,2	14,7	20,6	14,2

Le profil du taux d'épargne pose néanmoins question. Comme nous l'avons souligné dans la présentation générale de la prévision, l'énorme épargne forcée des ménages en mars et avril est précisément ce qui peut armer les comportements de rattrapage par la suite. Les hypothèses de comportement d'épargne sont donc décisives. Dans le cadre de cet exercice, le profil d'épargne qui ressort de nos équations est le suivant :

■ Taux d'épargne des ménages

Unité : pourcentage du revenu disponible brut



Source : INSEE, prévisions Xerfi

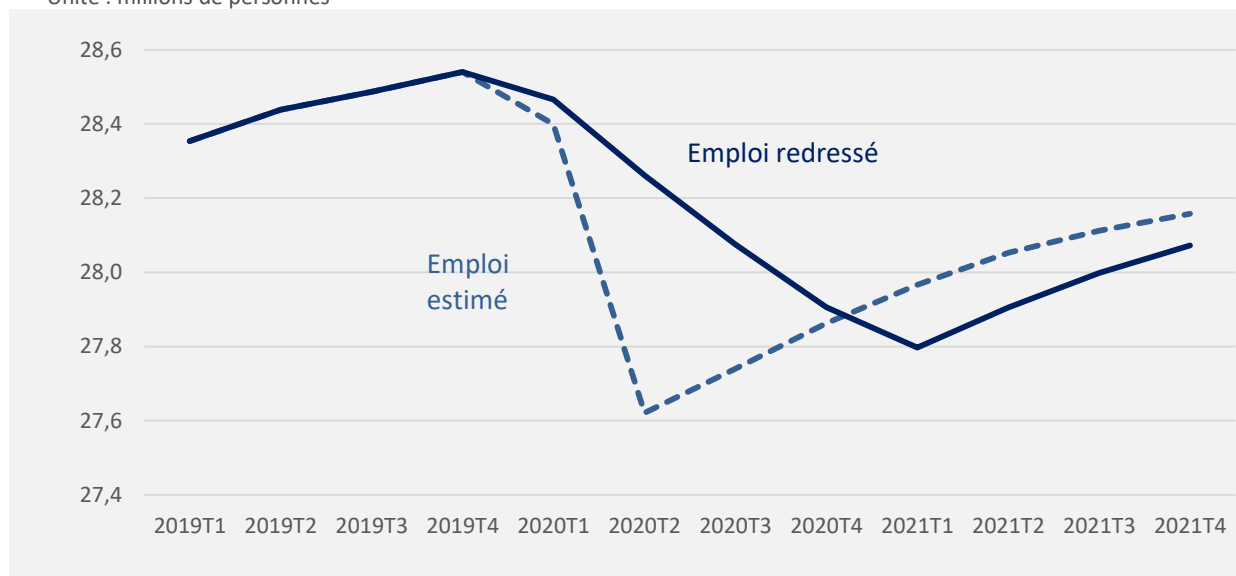
En fait, le taux d'épargne se normalise pour ne s'établir que très légèrement en dessous de sa moyenne de long terme. Si l'épargne avait fait le chemin opposé de celui opéré au second trimestre, il y aurait une quasi-annulation du choc et un effacement par rattrapage. Malheureusement, cette rigidité à la baisse du taux d'épargne est crédible :

- L'accroissement de liquidité dû au confinement ne reviendra que très graduellement dans le circuit économique. Une proportion faible de ménages a une capacité de choix délibéré en matière de dépense et d'épargne. Le gros de l'épargne est concentré sur les salariés à hauts revenus, qui ne modifieront pas leur propension à consommer du fait d'une embardée éphémère de leurs encaisses, d'autant plus que la valeur de leur patrimoine financier s'est dégradée.
- La plupart des ménages demeurent trop contraints par leur revenu courant pour être en mesure de surconsommer dans un délai court, quand bien même, ce surcroît de revenu n'est pas déjà consacré à des remboursements d'emprunt.
- Le contexte incertain et inédit de la crise favorise les comportements de précaution.
- Le confinement prolongé des seniors ne favorise pas non plus un sursaut compensateur de la consommation.

La dynamique d'emploi qui sous-tend la croissance de la masse salariale comporte également de nombreuses incertitudes. L'accès facilité et massif au chômage partiel devrait normalement annuler ou temporiser les évolutions spontanées standards de l'emploi par rapport à la variation de l'activité. Même si la perte d'activité est transitoire et que la reprise impose la remobilisation de la main-d'œuvre, un choc d'activité de cette ampleur devrait provoquer une diminution immédiate de près de 1 million d'emplois (selon notre modèle).

■ **Estimation de l'emploi en 2020 et 2021**

Unité : millions de personnes



Source : INSEE, prévisions Xerfi

Néanmoins une part non négligeable des personnes en emploi demeure exposée à un risque d'ajustement rapide en dépit de l'expansion du dispositif de chômage partiel. C'est le cas de l'emploi intérimaire (sous contrat court notamment) qui n'est que très imparfaitement protégé par son éligibilité au dispositif ; c'est le cas également des CDD courts, des intermittents, des professions libérales, etc.

C'est pourquoi nous avons lissé dans le temps la réaction spontanée de l'emploi, plutôt que de l'annuler, car il est probable que les effets financiers secondaires de la crise sur les entreprises agiront négativement sur la dynamique de l'emploi dans les mois à venir.

■ Les emplois les moins protégés par le chômage partiel

Type d'emplois exposés	Nombre en milliers	Commentaire
Emploi intérimaire	788,7	Le secteur connaît un décrochage de 75%. Les principaux employeurs (l'industrie et la construction) font aussi partie des activités les plus touchées par la crise actuelle. C'est traditionnellement le compartiment le plus flexible de l'emploi (3/4 des variations de court terme). Même si le régime du chômage partiel leur est applicable, nombre d'intérimaires en contrats courts passent par la case chômage.
Hôtellerie et restauration	1 140,7	80% des salariés de ce secteur à l'arrêt sont en chômage partiel ; néanmoins le secteur concentre un grand nombre de CDD courts travaillant à la journée qui échappent au filet de sécurité du chômage partiel
Arts, spectacles, activités récréatives	304,2	Dans ce secteur, un grand nombre de travailleurs (intermittents, CDD courts) ne sont pas protégés par le dispositif de chômage partiel.
Activité des ménages employeurs	446,2	Même si le régime de chômage partiel est applicable pour les ménages employeur, très peu en font usage.
Travailleurs indépendants	2964	Les travailleurs indépendants ne peuvent bénéficier du chômage partiel. Ils dépendent du fonds de solidarité, qui s'avère bien moins avantageux.

■ Compte emploi-ressource : scénario médian (du 17 avril), après extension du confinement au 11 mai

France	2018	2018	2019	2020	2021	T1 19	T2 19	T3 19	T4 19	T1 20	T2 20	T3 20	T3 20	T1 21	T2 21	T3 21	T4 21
PIB	100%	1,7	1,3	-7,6	8,2	0,3	0,4	0,3	-0,1	-4,8	-17,2	21,8	2,9	0,6	0,4	0,2	0,1
Demande totale	134%	1,6	1,5	-9,9	11,2	0,6	0,2	0,3	-0,1	-6,6	-21,7	29,5	4,5	0,8	0,4	0,1	0,1
Demande intérieure	101%	1,0	1,4	-7,2	8,3	0,6	0,4	0,5	-0,2	-4,9	-19,7	29,8	1,0	0,0	0,4	0,0	0,0
Consommation	54%	0,9	1,2	-7,5	8,2	0,4	0,2	0,4	0,3	-5,4	-22,4	36,6	0,0	-0,4	-0,1	0,0	-0,2
Cons. Publique	24%	0,8	1,3	1,7	0,9	0,2	0,4	0,5	0,5	0,3	0,7	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Investissement	23%	2,8	3,6	-14,5	16,6	0,5	1,4	1,3	0,2	-8,4	-33,3	47,0	6,9	1,0	1,6	0,8	0,4
Ménages	6%	2,0	2,1	-19,8	23,9	0,2	1,7	0,9	0,1	-14,1	-57,5	167,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Entreprises	14%	3,2	4,2	-16,6	18,4	0,5	1,4	1,6	0,2	-8,6	-34,0	39,2	11,7	1,4	2,4	1,1	0,5
Administrations	4%	2,4	3,9	2,7	2,6	0,8	1,2	1,0	0,0	0,8	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6
Stocks	* 1%	-0,3	-0,4	-0,2	0,1	0,3	-0,2	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	2,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	0,0
Exportations	32%	3,5	1,9	-18,5	21,6	0,3	-0,2	-0,3	0,0	-12,2	-28,6	28,6	18,1	3,4	0,5	0,5	0,6
Importations	33%	1,2	2,2	-16,7	20,9	1,3	-0,2	0,4	-0,4	-12,6	-36,5	62,1	9,6	1,4	0,4	-0,3	0,2
Commerce extérieur	* -1%	0,7	-0,1	-0,4	-0,2	-0,3	0,0	-0,3	0,1	0,1	2,8	-7,4	1,9	0,6	0,0	0,3	0,1
Balance courante	**	-15,1	-18,3	-30,4	-31,5	-3,1	-7,4	-5,9	-1,9	-2,4	12,6	-28,5	-12,1	-8,0	-12,3	-7,6	-3,6
Bal. courante (%PIB)		-0,6	-0,8	-1,4	-1,3	-0,5	-1,2	-1,0	-0,3	-0,4	2,6	-4,9	-2,0	-1,3	-2,0	-1,2	-0,6
Emploi		1,2	1,0	-1,0	-0,8	0,3	0,3	0,2	0,2	-0,3	-0,7	-0,7	-0,6	-0,4	0,4	0,3	0,3
Taux de chômage		8,7	8,1	9,6	11,3	8,3	8,1	8,1	7,9	8,4	9,2	10,1	10,8	11,4	11,3	11,2	11,2
Salaires	***	1,5	1,6	0,6	1,0	0,5	0,4	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Inflation		1,8	1,1	0,3	1,4	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	-1,1	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Solde sect. public	**	-58,9	-72,6	-267,0	-128,1												
Solde sect. public (% PIB)		-2,5	-3,0	-11,9	-5,2												
Dette publique (% PIB)		98,1	98,1	117,8	112,6												
PIB nominal	**	2354,5	2419,9	2241,4	2459,0												

Variation d'une période sur l'autre, sauf indication contraire : * contribution à la croissance du PIB

** mds d'euros

*** salaire horaire

Sources : INSEE, calculs et projection Xerfi

■ Structure de la consommation des ménages

Unités : part en % de la consommation des ménages

Biens et services contingentés par le confinement ou non accessibles		Biens et services accessibles	
Articles d'habillement et chaussures	3,6	Produits alimentaires et boissons non alcoolisées	13,1
Entretien et réparation du logement	1,6	Boissons alcoolisées, tabac et stupéfiants	3,7
Meubles, articles d'ameublement, etc.	1,4	Loyers d'habitation effectifs	4,6
Articles de ménage en textiles	0,3	Loyers d'habitation imputés	14,4
Appareils ménagers	0,8	Alimentation en eau et services liés au logement	1,4
Verrerie, vaisselle et ustensiles de ménage	0,6	Électricité, gaz et autres combustibles	4,3
Outils et autre matériel pour la maison et le jardin	0,4	Biens et services pour l'entretien courant du foyer	1,1
Transports	14,1	Santé	4,0
Matériel de téléphonie et de télécopie	0,4	Services postaux	0,1
Loisirs et culture	7,9	Services de téléphonie et de télécopie	1,9
Restaurants et hôtels	7,6	Enseignement	0,5
Soins corporels	2,5	Protection sociale	2,0
Autres services	1,2	Assurance	4,2
Effets personnels nca	1,0	Services financiers nca	1,2
Total contingenté	43,5	Total accessible	56,5

Traitement Xerfi / Source : Eurostat

6

UN AJUSTEMENT TRÈS DIFFÉRENCIÉ SELON LES SECTEURS

La crise, à court terme, par effet de diffusion, impacte négativement la quasi-intégralité de la sphère marchande. Les conséquences en termes de croissance seront néanmoins extrêmement différenciées d'un secteur à l'autre. Comparée à d'autres épisodes de récession lourde, la configuration de cette crise reste très singulière. C'est sans doute la première fois que les services (commerce spécialisé, tourisme, hôtellerie, restauration, transport, secteurs récréatifs, etc.) sont à l'épicentre du décrochage de l'activité. Ces services sont généralement plutôt stabilisants dans un contexte de récession. Dans le cadre du Covid-19, ils jouent au contraire un effet d'entraînement, la fermeture des circuits de distribution spécialisés ayant notamment des retombées profondes sur toutes les chaînes de fabrication en amont. Certains de ces secteurs ont de surcroît pour spécificité que les pertes d'activité sont difficilement récupérables à court terme par report des achats (loisirs, soins, etc.).

Quant aux secteurs industriels entraînés dans le dévissage de l'économie, beaucoup seront confrontés aux limites de leurs capacités pour rapidement effacer le chiffre d'affaires perdu et au risque d'étirement de la crise au plan international. Cette difficulté de rattraper rapidement le décrochage sans précédent de l'activité en mars et avril créera un creux d'activité d'ampleur inédite en 2020.

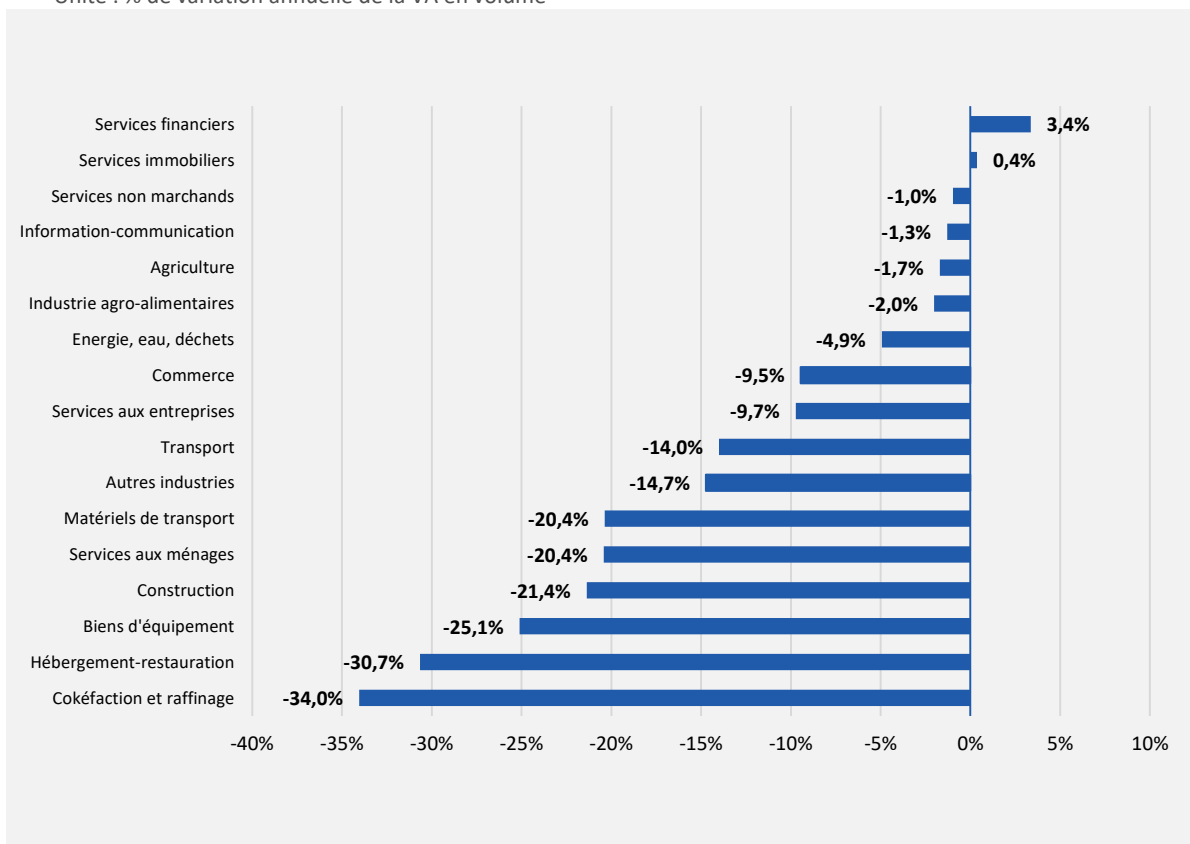
Si l'on prend la mesure du poids des secteurs qui sont en première ligne du choc (services mis à l'arrêt par le confinement et les fermetures obligatoires auxquels s'ajoutent les industries les plus directement exposées au ralentissement de la demande globale et pratiquement à l'arrêt comme l'automobile, les biens d'équipement et la construction), **c'est près de 30% du PIB qui est exposé à un risque d'effondrement de l'activité en mars et avril, et de baisse d'activité à deux chiffres en 2020.**

Si l'on prend le poids des secteurs dont l'activité amplifie la chute de la demande liée à la fermeture des circuits de distribution et aux comportements de précaution des ménages et des entreprises (services aux entreprises, industries BtoB ou BtoC (hors IAA et pharmacie), distribution et traitement de l'eau et de l'énergie, etc.), **plus de 20% de la valeur ajoutée devrait être entraînée dans un mouvement profond de ralentissement.**

Reste, on l'a mentionné, le socle stabilisateur des secteurs qui s'adressent à des besoins structurels incompressibles (administration, santé, éducation, agriculture, IAA, etc.) ou ceux qui, dans le contexte actuel, bénéficient d'effets particuliers (pharmacie, télécoms, etc.). **C'est près de la moitié de l'économie qui joue ce rôle socle et garantit une certaine résilience et stabilité à moyen terme de l'économie.**

■ Projection de croissance en 2020 de la valeur ajoutée en volume des grands secteurs de l'économie

Unité : % de variation annuelle de la VA en volume



Traitement et projections Xerfi / Source : INSEE

■ Une ampleur d'ajustement très différenciée selon les secteurs

Secteurs les plus directement impactés par le confinement		<p>Tourisme, hôtellerie / restauration / événementiel, culture, divertissement, vie sociale</p> <p>Transport aérien</p> <p>Transport maritime</p> <p>Transport ferroviaire</p> <p>Commerce spécialisé</p>
Secteurs industriels à l'arrêt ou quasi-arrêt technique	30%	<p>Automobile (fermeture des concessions)</p> <p>Construction (l'accord du 23/03 entre gouvernement et fédérations n'atténuera que marginalement l'arrêt des chantiers)</p>
Secteurs industriels très brutalement impactés (perturbation des chaînes de valeur, dévissage de la demande mondiale)		<p>Biens d'équipement (investissement gelé), matériaux, biens intermédiaires, chimie, luxe, équipement domestique. L'aéronautique pourrait être impactée à moyen terme, par la crise du transport aérien, notamment si cette dernière entraîne des changements de comportement plus durables. Mais à court terme, les carnets de commande représentent plusieurs années de production et rendent ce secteur a-cyclique.</p>
Secteurs suiveurs, à l'activité fortement corrélée à celle de l'industrie	20%	<p>Services spécialisés aux entreprises</p> <p>Services administratifs et de soutien aux entreprises</p> <p><i>Utilities</i> (distribution de l'eau et de l'énergie, traitement etc.)</p>
Secteurs soumis à des effets positifs ou amortis	50%	<p>Agriculture et IAA qui bénéficient des achats de stockage des ménages et du débouché du commerce de détail alimentaire. La filière est freinée néanmoins par l'arrêt de la restauration.</p> <p>Commerce de détail alimentaire (achats de stockage, effets de substitution positifs liés à l'arrêt de la restauration)</p> <p>Canaux du e-commerce ou Drive-in</p>
Secteurs abrités		<p>Pharmacie</p> <p>Télécommunication, certains services informatiques, banque</p> <p>Services « administrés » : Santé, hébergement, action sociale, éducation, administration publique.</p> <p>L'immobilier (affecté à la marge par le report partiel des loyers commerciaux)</p>

Typologie des secteurs

Dans les pages suivantes, nous détaillons notre analyse et notre chiffrage de l'évolution de l'activité dans les grands secteurs de l'économie française selon trois catégories : les secteurs en première ligne, les secteurs suiveurs et les secteurs résilients.

■ Les secteurs en première ligne (1/4)

Secteurs	Poids PIB	Croissance 2020 / 2021 (valeur ajoutée en volume)		Commentaires éventuels
<p>Ce sont les secteurs les plus directement et massivement impactés par les mesures de confinement, soit qu'ils soient mis à l'arrêt quasi-intégral, soit qu'ils soient très fortement exposés au dévissage du commerce international. Ce second facteur peut étirer la crise dans le temps, compte tenu des décalages géographiques dans la diffusion de la pandémie et de ses effets paralysant sur l'offre et la demande à échelle planétaire.</p>				
1- Services liés à la mobilité et / ou engageant une socialisation	20,8%	-14,8%	11,0%	Ces services sont en première ligne. Ils subiront les effets de la distanciation sociale au-delà du 31 mai. Certains secteurs ont peu d'effets d'entraînement (les services aux ménages, l'hôtellerie). La fermeture des magasins spécialisés ou des bars et restaurants bloque en revanche des composantes de la chaîne de production amont, avec de très forts effets collatéraux sur toute la chaîne d'approvisionnement. Sur ces secteurs à très fort BFR, le risque de faillite est considérable.
Hébergement et restauration	2,8%	-30,7%	38,1%	L'ensemble de ce secteur peut être considéré à l'arrêt du fait des mesures de fermetures et du gel des activités touristiques. Ne subsiste qu'un tout petit flux de voyages essentiellement professionnels. Le chiffre d'affaires est peu récupérable et il existe des doutes importants sur la rapidité de la reprise des flux du tourisme international, lequel peut être compensé par la rétention des touristes hexagonaux. Au-delà du choc immédiat, le scénario du rebond est contrarié par des influences contradictoires : certains comportements de rush lorsque les restrictions seront levées et la confiance retrouvée, la récupération des heures perdues par les entreprises qui pourraient écourter les temps de congé estivaux, voire la persistance des habitudes héritées du confinement.
Transport	4,4%	-14,0%	19,6%	Le transport de personnes (air, mer, terre et rail dans une moindre mesure) est quasiment à l'arrêt durant la période de confinement. On peut estimer à 75%, au minimum la chute des différents trafics sur la composante B2C. Le fret et l'entreposage de marchandises sont potentiellement moins impactés, mais les flux sont considérablement ralentis par la mise à l'arrêt de pans entiers de l'industrie. Le transport de produits alimentaires pour le commerce et d'autres produits pour le e-commerce seront les seuls segments à échapper à un dévissage. La puissance du rebond peut être freinée par l'étirement des mesures de confinement dans le reste du monde.

■ Les secteurs en première ligne (2/4)

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020 2021	Commentaires éventuels	
<p>Ce sont les secteurs les plus directement et massivement impactés par les mesures de confinement, soit qu'ils soient mis à l'arrêt quasi-intégral, soit qu'ils soient très fortement exposés au dévissage du commerce international. Ce second facteur peut étirer la crise dans le temps, compte tenu des décalages géographiques dans la diffusion de la pandémie et de ses effets paralysant sur l'offre et la demande à échelle planétaire.</p>				
Commerce	10,7%	-9,5%	12,8%	<p>L'extension des mesures de fermeture au commerce, non lié aux besoins de première nécessité amplifie considérablement la portée de la crise, avec des remontées puissantes en amont sur l'industrie de biens durables. L'insécurité sanitaire pourrait freiner le rebond du secteur au-delà du 11 mai.</p> <p>Commerce de détail spécialisé et de gros non alimentaire tout comme les concessionnaires automobiles seront quasiment à l'arrêt (50% de la distribution). Les grossistes alimentaires approvisionnant la restauration sont aussi fortement impactés, avec une faible possibilité de report sur le commerce de détail.</p> <p>Néanmoins, un tiers du secteur, en remontant jusqu'aux grossistes demeure épargné par les mesures de fermeture (détail alimentaire spécialisé ou non, pharmacies, tabacs, réparation auto, stations essence (impactées néanmoins par l'effondrement du transport). Le segment alimentaire bénéficie par ailleurs à court terme des achats de stockage (avec un saut de 15-20% du CA durant le confinement).</p> <p>Autre amortisseur, le canal du e-commerce, qui représente 9,1% du commerce de détail, avec des pointes de 45% pour les produits culturels, 20-25% pour la high-tech et l'électroménager, 14% pour l'habillement ou le meuble. Ce canal va transitoirement accroître ses parts de marché et temporiser la chute du commerce.</p> <p>Le secteur pourrait bénéficier d'effets de rattrapage sur certains segments spécialisés.</p>
Services aux personnes Activités récréatives, soins, loisir, culture etc.	2,9%	-20,4%	23,7%	<p>Les services aux ménages, basés sur des relations interpersonnelles et/ou générateurs de rassemblements, sont pour la plupart à l'arrêt total, avec de faibles possibilités de récupération du chiffre d'affaires à court terme. Ils peuvent néanmoins bénéficier d'un effet « rush » transitoire à la sortie du confinement. Ce dernier est reporté au-delà du 15 juillet, pour les activités de rassemblement.</p> <p>Seuls les segments des ménages employeur (garde, nurserie, entretien, etc.) et les services à la personne à domicile devraient amortir le décrochage</p>

■ Les secteurs en première ligne (3/4)

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020	Croissance 2021	Commentaires éventuels
<p>Ce sont les secteurs les plus directement et massivement impactés par les mesures de confinement, soit qu'ils soient mis à l'arrêt quasi-intégral, soit qu'ils soient très fortement exposés au dévissage du commerce international. Ce second facteur peut étirer la crise dans le temps, compte tenu des décalages géographiques dans la diffusion de la pandémie et de ses effets paralysant sur l'offre et la demande à échelle planétaire.</p>				
2- Les industries (y.c. la construction) à l'arrêt et/ou très fortement exposées au commerce international	8,3%	-21,9%	21,4%	<p>Ces secteurs de l'industrie et de la construction ont un puissant pouvoir d'entraînement sur le reste de l'économie marchande. Ces secteurs, qui amplifient traditionnellement le cycle économique, sont pour une large part techniquement à l'arrêt du fait des retombées de la politique de confinement.</p>
Matériel de transport	1,3%	-20,4%	11,3%	<p>L'automobile (constructeurs et équipementiers, soit 46% de la branche matériel de transport) est à l'arrêt total (fermeture des concessionnaires). Il peut y avoir une certaine inertie en mars compte tenu de l'écoulement des commandes passées. Ensuite, l'activité sera à zéro. Ni les loueurs de courte durée, dont les revenus se sont effondrés, ni ceux de longue durée, qui ne renouveleront pas leur flotte, n'activeront la demande.</p> <p>Le choc intervient alors même que les perspectives de repli étaient fortes, compte tenu des fermetures de sites programmées.</p> <p>Pour les autres fabricants de matériel de transport à cycle long de production, vivant sur des carnets de commandes de plusieurs années (aéronautique, ferroviaire, naval), la perturbation de l'emploi et des chaînes d'approvisionnement en amont ainsi que l'ajournement des commandes perturbe l'activité à court terme. Mais le choc est lissé. De surcroît, compte tenu de la gravité de la crise des transporteurs, il est probable que les perspectives de croissance à moyen terme soient significativement révisées à la baisse</p>
Biens d'équipement	1,5%	-25,1%	15,4%	<p>Le secteur prendra de plein fouet le gel des plans d'investissement des entreprises aux plans national et international. Ce freinage s'étirera au-delà du choc du confinement stricto sensu, compte tenu de la gravité des problèmes de trésorerie auxquels sont confrontées les entreprises actuellement et à la nécessité d'apurer les dettes de court terme.</p> <p>Il est de surcroît pénalisé par les problèmes d'approvisionnement en amont, ce qui contribuera à freiner l'effet de rattrapage, lié à l'ajournement des projets d'investissement.</p>

■ Les secteurs en première ligne (4/4)

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020	Croissance 2021	Commentaires éventuels
<p>Ce sont les secteurs les plus directement et massivement impactés par les mesures de confinement, soit qu'ils soient mis à l'arrêt quasi-intégral, soit qu'ils soient très fortement exposés au dévissage du commerce international. Ce second facteur peut étirer la crise dans le temps, compte tenu des décalages géographiques dans la diffusion de la pandémie et de ses effets paralysant sur l'offre et la demande à échelle planétaire.</p>				
Construction	5,5%	-21,4%	25,3%	<p>Pratiquement tous les chantiers sont à l'arrêt, la profession refusant d'exposer la main-d'œuvre. L'accord du 22 mars entre le gouvernement et les fédérations du bâtiment et travaux publics n'aura qu'un effet de reprise très marginal.</p> <p>Le choc intervient alors même que se dessinait déjà un renversement du cycle de la construction, dans le sillage du ralentissement des mises en chantier depuis plusieurs trimestres. Les travaux publics aggravent ce mouvement, soumis au reflux des projets en période post-électorale (municipales).</p> <p>Le redémarrage du secteur à plein régime après avril peut s'avérer problématique, le temps que la filière en amont (cimentiers notamment) se mette en ordre de marche et que les stocks soient reconstitués. Il y a peu d'effet de rattrapage à attendre : la livraison des chantiers sera retardée, le secteur étant limité par ses capacités.</p> <p>L'effet refuge sur la qualité dans l'ancien et le contexte de taux zéro pourraient limiter la baisse des prix immobilier à moyen terme.</p>

■ Les secteurs suiveurs, entraînés dans la baisse générale de l'activité (1/2)

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020 2021		Commentaires éventuels
<p>Ces secteurs, qui occupent des maillons clés des chaînes de valeur industrielles ou de la construction, amplifient traditionnellement le cycle économique (le PIB). Ils doivent se préparer à une récession sévère d'autant que la fermeture des commerces spécialisés bloque l'écoulement de la production après des ménages en aval. Ils auront dès lors très largement recours au chômage partiel.</p>				
3- Les industries et services, en amont ou aval des chaînes de valeur	21,8%	-10,6%	8,1%	Ces secteurs ne sont pas pour la plupart techniquement à l'arrêt. Ils occupent néanmoins des maillons clés des chaînes de valeur industrielles ou de la construction et amplifient traditionnellement le cycle économique.
Services aux entreprises	14,1 %	-9,7%	6,0%	<p>Ces services prennent le choc de plein fouet : certains services de soutien (l'intérim, la restauration collective, etc.) ou services spécialisés (conseil, ingénierie, marketing événementiel, etc.), dont l'activité est très immédiatement impactée par le dévissage de l'industrie et de la construction.</p> <p>Mais tous ces services, ne seront pas confrontés aux mêmes périls. Certains métiers, relèvent de coûts incompressibles pour les entreprises ou amortissent le choc du fait d'éléments liés à leur modèle d'affaires et de facturation, à l'instar de certains SAE (services de sécurité et nettoyage, de comptabilité, services d'analyse, essais et inspections techniques ou services juridiques).</p> <p>Les services spécialisés seront néanmoins pénalisés à moyen terme par les pressions baissières sur les prix et par l'effort de reconstitution des trésoreries des entreprises, qui pèseront sur leur investissement immatériel.</p>

■ Les secteurs suiveurs, entraînés dans la baisse générale de l'activité (2/2)

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020	Croissance 2021	Commentaires éventuels
<p>Ces secteurs, qui occupent des maillons clés des chaînes de valeur industrielles ou de la construction, amplifient traditionnellement le cycle économique (le PIB). Ils doivent se préparer à une récession sévère d'autant que la fermeture des commerces spécialisés bloque l'écoulement de la production après des ménages en aval. Ils auront dès lors très largement recours au chômage partiel.</p>				
Les autres industries (hors IAA)	5,4 %	-14,7%	15,7%	<p>Il s'agit des entreprises de matériaux, bois, papier, métallurgie, caoutchouc, matériaux plastiques, matériaux de construction, etc... Ces secteurs prennent de plein fouet l'effondrement de la production en aval, de l'automobile, des biens d'équipement et de la construction, sur le marché national et international.</p> <p>La dynamique des IAA et du commerce de détail alimentaire ou généraliste en aval constitue un facteur stabilisant pour certains segments. Mais la fermeture du commerce spécialisé bloque par ricochet l'activité de certaines entreprises de biens de consommation.</p> <p>La chimie sera soumise à des tendances contradictoires. Elle est très négativement impactée par le dévissage industriel. Elle bénéficie néanmoins de la baisse du cours des matières premières et du pétrole, qui peut l'inciter à stocker, ainsi que de la dynamique de la pharmacie.</p> <p>Ce dernier secteur est le seul à disposer d'un potentiel contra-cyclique, si sa croissance n'est pas contrariée par des problèmes d'approvisionnement en amont.</p>
Utilities, secteurs de l'énergie et de l'environnement	2,3%	-4,9%	2,2%	<p>Le secteur de l'énergie est impacté par le ralentissement de l'activité industrielle et de la mobilité. Néanmoins, des pans entiers, alimentation électrique des foyers, les réseaux d'eau potable et d'assainissement, la collecte et le traitement des déchets non industriels, constituent un noyau robuste d'activité.</p>

■ Les secteurs résilients ou contra-cycliques, stabilisant à court terme (1/2)

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020 / 2021		Commentaires éventuels
<p>Ces secteurs sont stabilisants. Soit par convention comptable : leur valeur ajoutée est estimée sur la base des coûts engagés (services administrés, santé, éducation) ou estimée de façon conventionnelle (à l'exemple des loyers fictifs imputés des ménages propriétaires). Soit parce que leur activité est stimulée par le contexte de crise à brève échéance : télécommunications, certaines opérations bancaires, IAA, etc.</p>				
4- Services administrés et secteurs contra-cycliques	49,1%	-0,3%	2,4%	Même si certains de ces services sont à l'arrêt (éducation par exemple ou certains guichets publics), ils continuent à contribuer positivement au PIB.
<i>Les services administrés, principalement non marchands</i>	22,1 %	-1,0%	2,5%	<p>Les administrations, quels que soient les ajustements d'effectifs et de modalité de travail, ne sont pas impactées par la crise. Il en est de même de l'éducation, des services sociaux (notamment d'hébergement, privés ou publics) ou de tout le secteur de la santé.</p> <p>La gestion de la crise devrait engendrer un surcoût de fonctionnement des activités de crise qui pourrait contribuer à augmenter marginalement la contribution des secteurs administrés au PIB, avant que ne s'engage l'effort de consolidation en 2021.</p>
La filière alimentaire (agriculture + IAA)	3,7 %	-2,2%	2,1%	<p>L'agriculture ne sera pas impactée par la crise, ni en amont ni via les circuits de distribution.</p> <p>Les IAA, bénéficient dans un premier temps des achats par anticipation, ce qui compense partiellement le blocage de la restauration, mais cet effet sera rattrapé par la suite. La tendance fondamentale du secteur n'est donc pas modifiée par la crise</p>

■ Les secteurs résilients ou contra-cycliques, stabilisant à court terme (2/2)

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020	Croissance 2021	Commentaires éventuels
<p>Ces secteurs sont stabilisants. Soit par convention comptable : leur valeur ajoutée est estimée sur la base des coûts engagés (services administrés, santé, éducation) ou estimée de façon conventionnelle (à l'exemple des loyers fictifs imputés des ménages propriétaires). Soit parce que leur activité est stimulée par le contexte de crise à brève échéance : télécommunications, certaines opérations bancaires, IAA, etc.</p>				
Les services financiers	4,5 %	3,4%	1,4%	<p>L'importance des activités de détail, au cœur du modèle des groupes bancaires français, participe de la résilience du secteur. Sur ce front, l'impact de la crise s'annonce faible en raison, entre autres, d'un pic de demande de financement des entreprises.</p> <p>Côté banque de financement et d'investissement (BFI), la crise s'annonce plus complexe à gérer. Certains métiers vont souffrir à court terme à commencer par le financement de grands projets, les fusions acquisitions ou le capital investissement.</p> <p>Côté gestion d'actifs et assurance-vie, il est à craindre une bascule des investisseurs sur les fonds monétaires.</p> <p>Le secteur bancaire risque à l'issue de la crise d'être confronté à une résurgence des problèmes de créances douteuses à son actif, qui pourrait engendrer des pertes et réduire sa capacité d'emprunt par la suite.</p>
Services immobiliers	12,4 %	0,4%	2,3%	<p>Les services immobiliers sont pour l'essentiel insensibles aux variations brutales de l'activité : les loyers imputés des ménages propriétaires et effectifs des locataires constituent 80% de la valeur ajoutée du secteur.</p> <p>L'activité très ralentie des agences et le report des échéances de loyer durant le confinement pour une proportion importante d'entreprises devraient néanmoins impacter sensiblement l'activité à court terme.</p>
Information et télécommunication	5,6 %	-1,3%	3,9%	<p>Le secteur, globalement, devrait être positivement impacté par le confinement, en termes d'activité et d'audience, notamment les télécommunications et les services informatiques.</p> <p>À court et moyen termes néanmoins, les coupes dans les budgets publicitaires et le report des événements sportifs pénalisent fortement les médias.</p>

A1

LES ANNEXES : MÉCANISMES DE TRANSMISSION AUX ENTREPRISES DU CHOC CORONAVIRUS

■ Un choc « multicanal »

Effet choc d'offre	Fermeture ou quasi-arrêt de certaines activités du fait du confinement : le transport, le tourisme, l'hôtellerie-restauration, les activités récréatives, le commerce spécialisé, les industries à l'arrêt (automobile, équipement, construction)	Fort impact direct sur l'emploi précaire, CDD courts (secteurs à très forte réactivité de l'emploi)
	Possibilités de distribution très restreintes concernant le commerce spécialisé, hormis le circuit du e-commerce	Conséquences massives tout au long des filières de production de biens durables et de consommation courante
	Très brutale dégradation des marges et de la trésorerie, hausse des faillites	Le choc va peser principalement à court terme sur le compte d'exploitation des entreprises
	Restriction de l'offre de travail liée aux mesures de confinement et de quarantaine	Effet qui n'est que partiellement compensé par le télétravail
	Rupture des chaînes d'approvisionnement en amont + restriction du fret	Risque de pénurie et d'enchère sur les prix de certains composants
	Accès restreint à certains biens d'équipement	Effet peu prégnant à court terme et non pertinent à long terme.
Effet choc de demande	Gel de l'investissement et des embauches, hausse du chômage (partiel ou non)	Les secteurs les plus exposés au confinement, sont des secteurs de service (ce qui est atypique), à ajustement rapide de l'emploi. Le chômage partiel ne pourra absorber tout le choc
	Ajournement forcé de toutes les dépenses de consommations de biens et services non distribués (45% de la consommation). Effet diffus sur la confiance des ménages à plus long terme	Hausse massive et forcée du taux d'épargne
	Ralentissement de la demande mondiale (circuit exportations)	Effet puissant du multiplicateur du commerce international
Effet mixte	Impact sur la production des filiales étrangères des groupes français	Effet diffus sur l'économie domestique de la dégradation des comptes consolidés des groupes nationaux et étrangers implantés en France (50% de l'emploi marchand résident).

Côté offre, la soudaineté de la chute d'activité, dans un contexte de conservation de l'emploi et des capacités, tant que le choc est vécu comme transitoire, fragilise les entreprises à travers plusieurs canaux :

- 1- La dégradation brutale des marges et de la trésorerie des entreprises. Ce sont celles de taille petite et moyenne qui seront les plus directement impactées. La capacité à absorber ce choc dépendra de la facilité d'accès aux lignes de crédit (trésorerie) et donc du degré de sélectivité des banques à l'égard des entreprises les plus exposées. Les mesures d'ajournement, voire d'effacement de la dette fiscale et sociale par l'État sont décisives pour atténuer le choc, mais elles ne sont pas nécessairement suffisantes au regard des conséquences d'un arrêt total de la production dans certains secteurs spécifiques et déjà fragilisés par la séquence des attentats, puis des mouvements sociaux.
- 2- À ce premier effet s'ajoute le coup de frein brutal d'activité de quelques secteurs massivement impactés par les restrictions du confinement : les transports, le tourisme, l'hôtellerie-restauration, et toutes les industries culturelles, événementielles ou « récréatives ». L'impossibilité de la construction de se conformer aux gestes « barrières » et l'extension de l'interdiction d'ouverture aux réseaux de distribution spécialisés amplifient considérablement la portée la crise, bloquant notamment toute la filière automobile.
- 3- Ce choc d'offre est encore aggravé par les phénomènes de pénurie de main-d'œuvre liée aux mesures de confinement et de quarantaine de la force de travail, qui désorganisent le processus de production, là où le télétravail n'est pas praticable.
- 4- La menace de blocage ou de dérèglement de certaines chaînes d'approvisionnement est réelle (notamment dans la construction, les biens d'équipement ou l'aéronautique), même si elle apparaît de deuxième ordre aujourd'hui.

Côté demande, la simultanéité des mesures de confinement et des comportements de précaution des agents privés dans l'ensemble des pays avancés et émergents, constitue un facteur amplificateur, **avec des effets multiplicateurs puissants** sur le commerce international. Dans un contexte d'endettement important du secteur des entreprises, ce coup de frein brutal peut se doubler à terme d'une fragilisation des bilans bancaires et des fonds d'investissement qui pourraient créer un effet de persistance. Les sources de ralentissement transitent par plusieurs canaux :

- 1- La perspective d'une dégradation brutale du compte d'exploitation des entreprises devrait se doubler de comportements de gel des dépenses d'investissement et d'embauches, par des mesures de chômage partiel et par l'ajournement de certaines dépenses de fonctionnement. Ces inflexions, sans doute brutales, diffusent les problèmes de débouchés à l'ensemble des secteurs.
- 2- La fermeture des circuits de distribution spécialisés et l'interdiction de se déplacer créent un empêchement de dépenser sur toute une série de postes. Si l'on regarde le poids de ces postes qui sont techniquement gelés, (transport, loisirs et culture, hôtels et

restaurants, soins etc...), cela représente à peu près 45 % des dépenses courantes. Ce chiffre est à nuancer compte tenu de la possibilité de contournement (très partiel à ce jour) *via* le e-commerce (qui représente aujourd'hui 9,1% du commerce de détail) ou *via* certains commerces généralistes (hypermarchés notamment).

- 3- Il faut ensuite tenir compte de la rapidité des destructions d'emplois dans les secteurs de services les plus exposés aux mesures de restriction de la mobilité et du regroupement des personnes (hôtellerie-restauration, tourisme, secteurs récréatifs etc.). Ces derniers concentrent une part importante de l'emploi précaire ou intermittent, dont les délais d'ajustement sont très courts.
- 4- Dans un premier temps, l'inertie relative des revenus salariaux et non salariaux (en dépit du chômage partiel qui touche déjà 2,2 millions de salariés, soit 9% des personnes, avec un risque de décote de 16% du revenu net, si elle n'est pas compensée par l'entreprise), crée une épargne forcée considérable. Dans un contexte de ralentissement des prix importés, cette inertie constitue un facteur stabilisant de la demande des ménages à plus long terme. Mais le contexte de dévissage des bourses et de précarisation de l'emploi va induire inexorablement des comportements de précaution.
- 5- Enfin, le ralentissement du commerce mondial va impacter puissamment les entreprises exportatrices ou groupes multi-localisés (industrie, grande distribution notamment). La dégradation des comptes consolidés monde des groupes nationaux et étrangers implantés en France (50% de l'emploi marchand résident), a un impact diffus sur l'économie domestique. Contrairement à 2008, ces groupes ne bénéficient pas d'un effet compensateur du côté des pays émergents.

Quelle résilience pour le secteur financier ?

Le choc du COVID 19 et des mesures de confinement qui s'imposent est d'une ampleur inédite dans une période de paix. Simultané, dans toutes les régions du monde, il comporte des effets amplificateurs *via* le commerce international d'une ampleur redoutable. Un choc d'une telle brutalité interroge nécessairement sur la résilience du secteur financier. Une défaillance des institutions financières créerait des effets de second tour extrêmement aggravants. La chute des bourses, que l'on observe dès à présent, ne fragilise que les intermédiaires financiers qui portent ce risque directement, en compte propre. L'industrie du capital investissement est ainsi très exposée à court terme, même si la chute des prix d'actifs recrée des opportunités d'investissement à terme. Les banques, pour leur part, ne sont que très indirectement exposées. Les fonds de gestion dont elles sont actionnaires ne gèrent ce risque que pour le compte de clients. Elles sont en revanche plus directement impactées par l'aplatissement, voire l'inversion sans fin de la courbe des taux, qui consume leurs marges d'intérêt, par la montée à terme des créances douteuses à leur actif, liée à la forte augmentation du risque de faillite des entreprises et par la décreue de toute une série de sources de revenus sur leurs activités de banque investissement et de gestion d'actifs notamment.

■ Risques d'amplification financière systémique

Les risques	Commentaire
Baisse des prix des matières premières	Fragilisation du secteur de l'énergie, sur lesquels certains acteurs financiers sont fortement exposés
Chute des prix d'actifs	<p>Cette chute impacte indirectement la rentabilité bancaire :</p> <ul style="list-style-type: none"> – les banques sont essentiellement engagées pour le compte de tiers. Néanmoins les effets de richesses négatifs participent au freinage général des économies ; – cette chute met sous pression le volume et les commissions des activités de gestion d'actif sur lesquelles sont engagées les banques ; – elle freine dans un premier temps les opérations de FUSAC, diminuant des revenus des activités de banque d'investissement ; – elle accroît le risque de défaillance de gros acteurs privés exposés au risque action et, notamment, l'industrie du capital investissement.
Taux d'intérêt : détente et aplatissement renforcé de la pente des taux.	Cette inflexion érode encore un peu plus la marge d'intérêt du secteur bancaire.
Taux de change	Impact de second ordre pour l'instant. Mais l'arme de la dépréciation du dollar, utilisée de façon non coopérative par la FED en cas de crise, peut participer à l'étirement de la crise en Europe, amplifier la casse industrielle et fragiliser de la sorte les bilans bancaires.
Vulnérabilité du secteur bancaire	<p>Hausse de l'activité de prêts, notamment des crédits de trésorerie à court terme mais :</p> <ul style="list-style-type: none"> – détérioration des bilans : hausse des créances douteuses (faillites) ; – risque aggravé en cas de résurgence d'une crise de la dette souveraine ; – risque récurrent d'embolie du marché interbancaire ; – baisse supplémentaire de la marge d'intérêt ; – érosion des sources alternatives de revenus (via les activités de gestion d'actifs, banque d'investissement notamment).

A2

LES ANNEXES : QUE RESTE-T-IL DE LA DISTRIBUTION ?

Tous les commerces non-alimentaires sont fermés à l'exception des pharmacies, bureaux de tabac, magasins de presse et stations-service. Beaucoup de distributeurs ont par ailleurs fermé leurs magasins d'eux-mêmes bien que leur activité fasse partie des exceptions mentionnées par l'arrêté du 15 mars. C'est en particulier le cas dans le commerce d'optique, d'équipement multimédia, de matériels de télécommunication et les magasins de bricolage.

Néanmoins, tous les circuits de distributions spécialisés ne sont pas totalement inactifs, compte tenu de la dématérialisation de certains flux (culture, jeu, etc.) et du circuit dérivé de la vente en ligne dans le commerce de détail. Cette porosité atténue le choc du confinement. Les circuits autorisés et ouverts représentent aujourd'hui 45% du chiffre d'affaires du commerce (hors commerce de gros). Au sein de ces derniers, le commerce de détail non spécialisé (hypers, supers et commerces de proximité) ouvre la gamme de ce qui est distribuable en dehors de l'alimentaire.

■ Caractéristiques du commerce par activité en 2017

	Part du chiffre d'affaires en %
Circuits de distribution non autorisés ou fermés de fait	54
- Commerce de véhicules automobiles	21
- Commerce d'équipements automobiles	2
- Commerce de détail d'équipements de l'information et de la communication en magasin spécialisé	0
- Commerce de détail d'autres équipements du foyer en magasin spécialisé	8
- Commerce de détail de biens culturels et de loisirs en magasin spécialisé	3
- Autres commerces de détail en magasin spécialisé	17
- Commerce de détail sur éventaires et marchés	1
- Commerce de détail hors magasin, éventaires ou marchés	3
Circuits ouverts	46
- Entretien et réparation de véhicules automobiles	4
- Commerce et réparation de motocycles	1
- Commerce de détail en magasin non spécialisé	37
- Commerce de détail alimentaire en magasin spécialisé	3
- Commerce de détail de carburants en magasin spécialisé	1

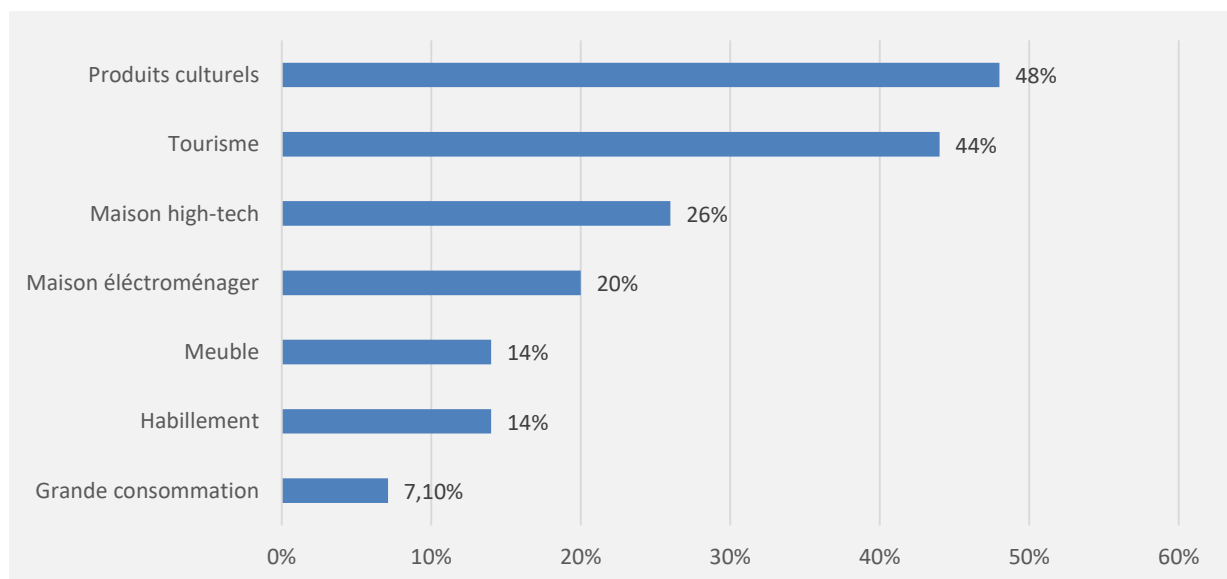
Source : INSEE

Dans tous les commerces fermés, la continuité de services peut-être assurée par « les activités de livraison et de retrait de commandes », autrement dit par la vente à distance. Un arrêté autorise par ailleurs le travail dans les entrepôts le dimanche.

La plupart des enseignes (vs les commerces indépendants) ont un site marchand et sont donc en mesure de proposer un service de e-commerce, aux côtés des *pure players* du web (Amazon, Cdiscount, Veepee, etc.). **Tous les éléments ne sont toutefois pas réunis pour un fonctionnement à pleine capacité du e-commerce :**

- **les commerces servant de points relais sont fermés.** Mondial Relay a suspendu son service. La plupart des acteurs de la livraison (Colissimo, Chronopost, Colis Privé...) assurent néanmoins la continuité des services ;
- **certaines enseignes ont décidé de fermer leurs sites de vente en ligne**, d'autres ne proposent que les produits éligibles à la livraison à domicile (et non les articles associés à un retrait en magasin). La plupart sont toutefois en activité. Il n'est par ailleurs pas rare de voir un aménagement des conditions de vente (comme la livraison gratuite et l'allongement de la période de retour des commandes) ;
- **des tensions apparaissent dans les entrepôts** où les salariés dénoncent des conditions de sécurité sanitaires insuffisantes (chez Amazon notamment)..

■ Part de marché du e-commerce par secteur



Source : Fevad avec GFK, IFM, Nielsen, PhocusWright