

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

Mise à jour du 27 mai 2020

Prévisions sectorielles Xerfi : rythme de reprise des entreprises à l'heure du déconfinement

Une analyse Xerfi dirigée par Olivier Passet, directeur de la recherche



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

Le groupe **Xerfi**, leader français des études sur les secteurs et les entreprises, apporte aux décideurs les analyses indispensables pour surveiller l'évolution des marchés et de la concurrence, décrypter les stratégies et les performances des entreprises, en France comme à l'international. Le site **Xerfi.com** met ainsi en ligne le plus vaste catalogue d'études sur les secteurs et les entreprises.

Au sein du premier bureau d'études spécialisé en France, les experts sectoriels du groupe **Xerfi** sont animés d'une passion commune : traiter l'information avec une très grande rigueur intellectuelle, réaliser des analyses professionnelles au plus près des réalités de la vie économique, s'engager sur des conclusions rédigées avec l'ambition de la probité et de la qualité.

Pour atteindre ces objectifs, le groupe **Xerfi** s'est donné tous les moyens de l'indépendance : son capital est détenu par ses dirigeants, son développement repose pour l'essentiel sur l'édition des études réalisées à sa propre initiative, des méthodes de travail éprouvées, des règles déontologiques strictes.

Des milliers d'entreprises, comme tous les réseaux bancaires, les investisseurs et financiers, les leaders du conseil et de l'audit ont fait des études du groupe **Xerfi** l'outil indispensable pour appuyer leur réflexion.



À RETENIR	4
1. CONFINEMENT ET DÉCONFINEMENT : CHOC MAJEUR ET RÉCUPÉRATION LENTE	5
2. LA CRISE SANITAIRE SE MUE EN CRISE DES MODÈLES D'AFFAIRES ET DE L'EMPLOI	14
3. LA TRAINÉE LONGUE DES CONTRAINTES DE DISTANCIATION SOCIALE	20
4. LE SCÉNARIO DE XERFI : UNE RÉCUPÉRATION INCOMPLÈTE À L'HORIZON 2021	23
5. SECTEURS EN PREMIÈRE LIGNE : UN REPOSITIONNEMENT STRATÉGIQUE NÉCESSAIRE	29
6. SECTEURS PLUS RÉSILIENTS : PRESSIONS FINANCIÈRES ET CONCURRENTIELLES EN VUE	30
7. ANNEXE : UN OUTIL SPECIFIQUE D'ANALYSE ET DE PRÉVISION DU CHOC COVID-19	31



À RETENIR

- 1 Le recul du PIB devrait être de l'ordre de -9,6 % en 2020. Le rebond de l'activité en 2021 (+9,1%) ne permettra pas une récupération complète de l'économie, ni en niveau, ni en tendance. Le PIB demeurera fin 2021 à 1,4% du niveau atteint fin 2019. Ce scénario entérine la perspective d'une récession durable.
- 2 Le scénario de rattrapage rapide de l'activité bute en effet sur de nombreux 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 une période transitoire ; le ralentissement marqué de l'emploi et du revenu des ménages qui crée un effet de traîne sur le potentiel de rebond et le prolongement de freins sanitaires sur la consommation des ménages, notamment de services.
- 3 L'emploi est le talon d'Achille du processus de récupération de l'économie. Le recours massif au chômage partiel a permis aux entreprises de temporiser les ajustements d'effectifs. L'emploi précaire (CDD et intérim court) prend néanmoins le choc de plein fouet. Et l'ajustement s'étendra aux CDI en sortie de confinement. L'emploi va devenir une variable d'ajustement inévitable, contribuant à l'impossible retour rapide de l'économie à son niveau initial. Nous prévoyons 900 000 destructions d'emplois d'ici la fin de l'année et une stabilisation en 2021.
- 4 À court terme, la mobilisation rapide des aides de l'État (chômage partiel, aides aux TPE, ajournement de certains frais, ouverture des vannes des crédits de trésorerie) a permis de préserver les capacités et de différer les problèmes aigus de trésorerie. L'action gouvernementale évite ainsi le pire. Mais cet ajournement des dépenses et l'accroissement des dettes reportent sur les trimestres suivants les problèmes 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 Les risques financiers sont de second ordre aujourd'hui. Mais la sinistralité des entreprises pourrait dégrader la qualité des bilans bancaires à terme, sur les encours de crédit contractés avant crise. La montée des créances douteuses, combinée à la permanence de marges d'intérêt extrêmement faibles, continue à faire peser un risque de second tour financier de la crise.
- 6 Le choc d'activité est particulièrement massif dans les services impliquant de la promiscuité et des contacts interpersonnels (restauration, divertissement, tourisme, transports collectifs, etc.). Mais d'autres secteurs sont exposés à des risques dépressifs durables, du fait des changements de comportement des consommateurs et des efforts de restauration des marges et des trésoreries des entreprises. C'est le cas de l'aéronautique, des médias (confrontés au repli des recettes publicitaires) ou de 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. Nous n'avons eu de cesse depuis cette date d'intégrer au fil de l'eau 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. Nous avons focalisé dans un premier temps l'expertise sur l'analyse du choc et ses conséquences immédiates en termes de perte d'activité. Depuis la mi-avril nous déplaçons le questionnement sur la dynamique de sortie de crise, en combinant l'expertise sectorielle de Xerfi, l'usage d'outils de modélisation et la mobilisation d'enquêtes spécifiques menées par Xerfi auprès des dirigeants, pour sonder leurs arbitrages de court terme et leurs anticipations.

Par son ampleur et son caractère inédit, la crise a littéralement saisi les dirigeants, dynamitant toutes leurs projections, leurs stratégies et l'idée même qu'ils se faisaient de la pérennité de leur entreprise. Chacun perçoit qu'une perturbation de cette ampleur est de nature à enclencher des phénomènes de panique mimétiques (en matière d'emploi, d'investissement, d'épargne, etc.) qui auraient des effets délétères cumulatifs susceptibles de faire dérailler l'économie. L'intervention lourde et rapide de l'État et des autorités monétaires est précisément conçue pour éviter ce type d'enchaînement et nos projections incorporent au plus près l'impact de ces mesures stabilisatrices.

Ce nouvel exercice est conçu en sortie du confinement (il écarte l'hypothèse d'un épisode de « reconfinement », même si la menace demeure latente après l'été). C'est maintenant que l'on peut déceler la marque longue que laissera la crise sanitaire sur le tissu productif. L'orbite sur laquelle se place la trajectoire de récupération de l'économie, tributaire des anticipations des entreprises concernant la vitesse d'un retour à la normale de l'activité, est en effet décisive. C'est d'elle que dépend la morsure qu'opérera l'activité sur l'emploi et notamment sur le noyau dur de l'emploi stable. Et plus cette morsure sera forte, plus cet ajustement participera à l'impossibilité d'un retour rapide de l'économie à son niveau initial

À ce stade nous estimons que le recul du PIB devrait être de l'ordre de 9,6% en 2020. Le rebond de l'activité en 2021 (+9,1%) ne permettrait ensuite qu'une récupération partielle de l'économie.

CONFINEMENT ET DÉCONFINEMENT : CHOC MAJEUR ET RÉCUPÉRATION LENTE

Premiers chiffres sur l'ampleur de l'arrêt d'activité

L'ampleur du dévissage de l'activité durant les premiers quinze jours du confinement transparaît aujourd'hui dans les chiffres de production industrielle, de consommation de biens ou de commerce international portant sur le mois de mars et dans la première évaluation flash du PIB au premier trimestre. Globalement, le PIB a décroché de 5,8% en moyenne sur les trois premiers mois de l'année, ce qui recouvre un décrochage instantané de 35 à 36 % du PIB entre le 17 et le 31 mars, conforme à ce qui avait été estimé.

Les premiers indicateurs conjoncturels portant sur l'activité en mars montrent à ce stade un décrochage d'ampleur similaire, des marchés intérieur et étranger : de l'ordre de 36%, si l'on tient compte du fait que la moyenne de mars ne porte la pleine marque du confinement qu'à partir du 17, c'est-à-dire sur un peu moins de la moitié du mois en termes de jours ouvrables.

■ Indicateurs conjoncturels du mois de mars

Unité : Variation en %

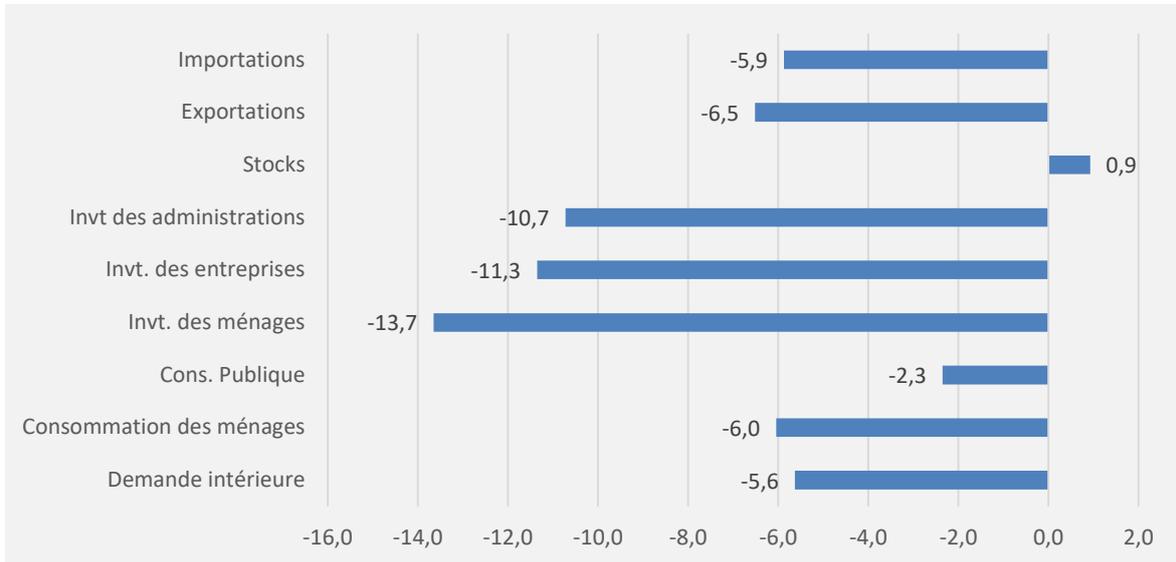
		Mars 2020 / février 2020	Décrochage en mois plein
Production manufacturière	Total	-18,2%	-36,5%
	Agroalimentaire	-3,9%	-7,8%
	Équipements	-21,5%	-42,9%
	Mat. Transport	-35,9%	-71,8%
	Autres	-17,2%	-34,4%
Consommation de biens (volume)	Total	-17,9%	-35,7%
	Alimentaires	7,8%	15,5%
	Biens fabriqués	-42,3%	-84,6%
Exportations de biens et services (valeur)	Biens	-18,0%	-35,9%
	Services	-19,2%	-38,4%
Importations de biens et services en valeur	Biens	-19,3%	-38,6%
	Services	-14,1%	-28,1%

Source : Insee

La décomposition du PIB confirme la violence du coup d'arrêt de l'économie, aussi bien sur le marché domestique que sur les marchés d'exportation : la consommation de biens et services des ménages (-6,1%) dévise dans les mêmes proportions que le volume des exportations (-6,5%). La consommation publique décroche elle-même de façon prononcée (-2,3%), ce que nous n'avions pas anticipé jusqu'ici : le confinement a stérilisé une part significative de dépenses de fonctionnement ou de transferts en nature de l'État. La première estimation du PIB, confirme également le coup d'arrêt brutal de l'investissement, dans toutes ses dimensions (investissement productif, résidentiel, travaux publics). Sa baisse de 12% doit être comparée à ce qu'aurait produit un arrêt intégral de l'investissement durant les jours de confinement (-16 à -17%). Le gel de l'investissement s'étend donc bien au-delà des secteurs à l'arrêt. Seuls les stocks connaissent une évolution positive, les entreprises et les commerces spécialisés ayant vu leurs possibilités d'écoulement brutalement bloquées.

■ Variation des composantes du PIB au premier trimestre 2020

Unité : variation trimestrielle en %

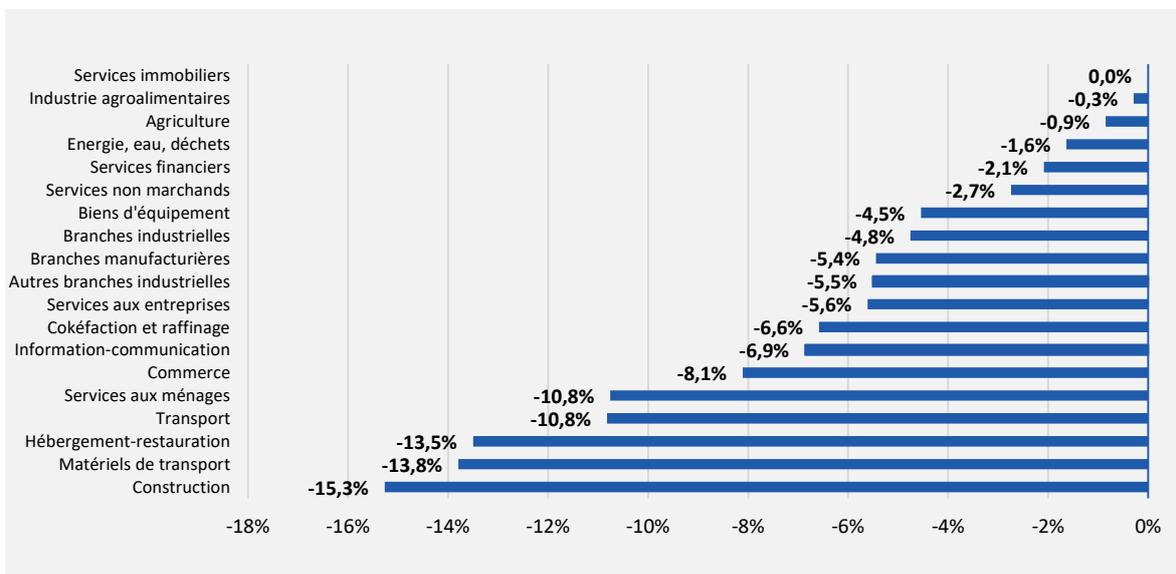


Source : Insee

La décomposition du PIB par grandes branches comporte peu de surprises au regard de ce qui avait pu être anticipé jusqu'à ce jour : la construction, les matériels de transport et l'hébergement-restauration sont logiquement les secteurs les plus directement impactés par les mesures de fermeture et de restriction administrative, suivis des transports, des services aux ménages (loisir, culture, soins, etc.) et du commerce. À l'inverse, les activités de location immobilière, la filière agro-alimentaire, la gestion de l'énergie, de l'eau et des déchets, les services financiers et non marchands amortissent comme prévu le choc. Les autres industries et les services aux entreprises se situent à mi-chemin.

■ Variation de la valeur ajoutée en volume par grands secteurs, 1^{er} trimestre 2020

Unité : variation trimestrielle en %



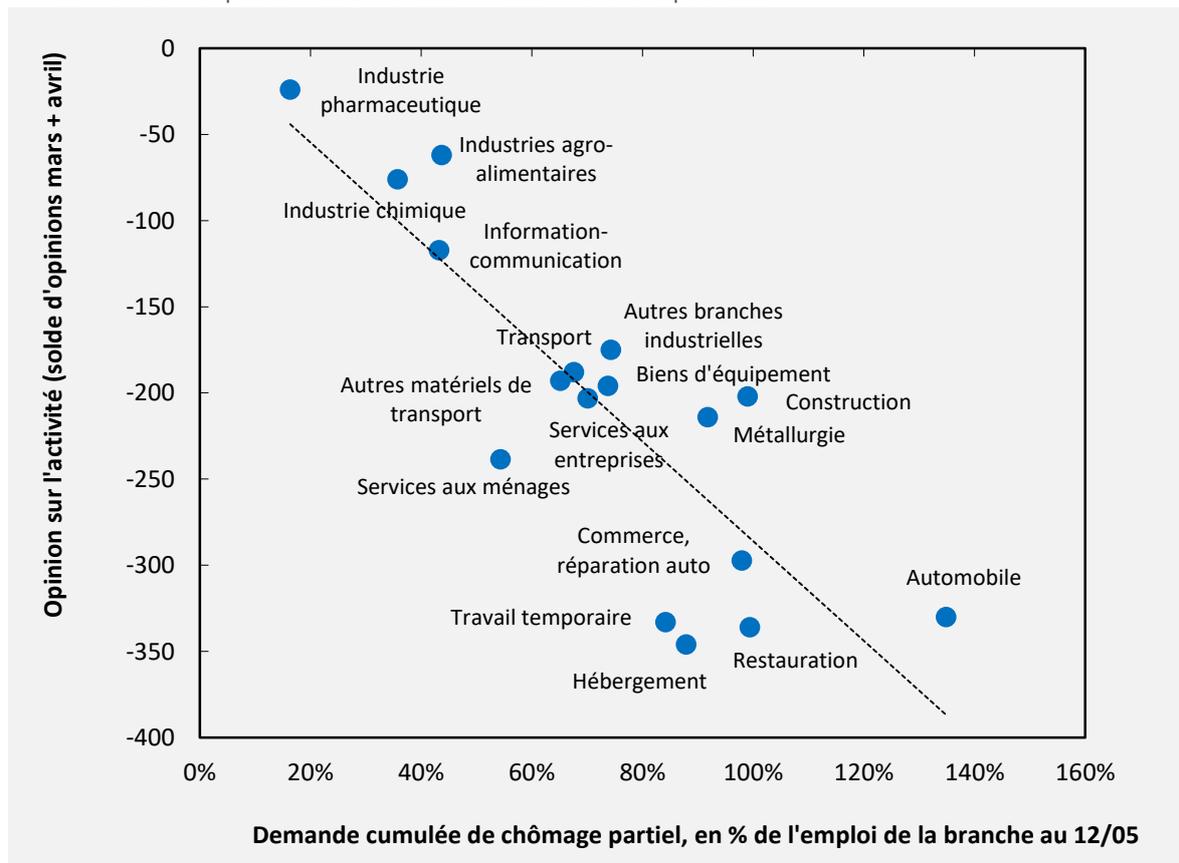
Source : Insee

Néanmoins, la performance manufacturière au premier trimestre tend à sous-estimer l'ampleur réelle du décrochage en termes d'activité, notamment concernant les biens d'équipement. Cette résistance apparente de l'industrie dans les chiffres de l'Insee du premier trimestre, tient aux possibilités de stockage, donc, de livraisons et de facturations différées, qui peuvent désynchroniser le chiffre d'affaires de l'activité réelle de production, dans des proportions très supérieures à ce que l'on peut observer dans les services (qui par nature fonctionnent à flux-tendu). Les performances de ces secteurs au second trimestre, ne peuvent donc pas être extrapolées sur la base des chiffres du premier trimestre.

Le bilan de l'activité sectorielle au cours des semaines de confinement peut être affiné sur la base des enquêtes auprès des entreprises menées par l'Insee et la Banque de France, ainsi que par les données de recours au chômage partiel. Ces dernières disposent d'un plus fort degré de granularité.

Opinion sur l'activité en mars et avril et part du chômage partiel

Unités : soldes d'opinions cumulés de mars et avril et % de l'emploi salarié



Sources : Banque de France, ASP-DGEFP-Dares – Extraction du SI APART 14 avril 2020

D'après nos estimations, le nombre effectif de chômeurs partiels a culminé à 9,2 millions en sortie du confinement (soit 36% de l'emploi salarié total et 48% dans celui de la sphère marchande). Cet indicateur corrobore très largement la hiérarchie de perte d'activité qui se dégage de l'enquête Banque de France :

- Côté production physique, ce sont bien la construction automobile, la production de matériaux (métallurgie, matériaux plastiques, etc.), les biens d'équipement et tous les pans de la construction (les travaux publics plus particulièrement) qui sont en première ligne.
- Côté services, l'hébergement, la restauration, la réparation automobile, les services aux ménages (arts, spectacles et activités récréatives notamment) et l'intérim ont été à l'arrêt ou quasi-arrêt.
- Et les effets collatéraux sur les autres secteurs en amont (services aux entreprises ou autres industries) sont de forte ampleur, comme attendu. A contrario, la chimie, la filière agroalimentaire, la pharmacie, les télécommunications, les services juridiques et comptables, la R&D, etc. ont très largement amorti le choc. Ces données confirment que cette crise ébranle avec la même ampleur et de façon synchrone l'industrie et les services.

■ Recours au chômage partiel et perte d'activité

Les données de recours au chômage partiel ne livrent qu'un reflet indirect et parfois déformant des pertes d'activité :

- Les demandes préalables adressées à l'administration surestiment le niveau effectif du chômage partiel. Le nombre de salariés effectivement placés en activité partielle ne sera connu avec exactitude que lorsque toutes les demandes pour obtenir le remboursement des salaires versés seront recueillies par l'administration, les entreprises disposant d'un délai d'un an pour faire leur demande d'indemnisation. Sur la base de plusieurs enquêtes, la Dares propose un redressement des chiffres à la fin avril : il en ressort que 8,6 millions de salariés seraient effectivement placés en activité partielle au mois d'avril 2020, pour un nombre de demandes préalables de 11,8 millions, soit 73%.
- Les entreprises ont des comportements hétérogènes selon leur taille, reflétant leur possibilité financière d'absorber le choc ou de reconfigurer l'organisation du travail. Le degré de précarité des contrats de travail (part des CDD courts et des missions d'intérim courtes), les astreintes de maintenance, les possibilités de recourir au travail à distance, modifient également les besoins de recours au chômage partiel.

En utilisant les clés de redressement proposées par la Dares sur les chiffres d'avril aux données du 18 mai, (qui varient de 57% dans les services spécialisés aux entreprises à 87% dans la restauration et l'hébergement), nous estimons que le nombre effectif de chômeurs partiels a culminé à 9,2 millions en sortie du confinement (soit 36% de l'emploi salarié total et 48% dans celui de la sphère marchande).

■ Part de l'emploi salarié en chômage partiel (effectif) au 18 mai 2020

En % de l'emploi salarié de la branche

Secteurs	Part du chômage partiel
Arts, spectacles et activités récréatives	94,1
Restauration	87,3
Industrie automobile	83,3
Génie civil	83,3
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	81,0
Travaux de construction spécialisés	79,1
Construction	79,0
Hébergement	78,0
Construction de bâtiments	73,3
Métallurgie hors machines et des équipements	67,0
Textiles, habillement, industrie du cuir et de la chaussure	59,8
Commerce de gros, hors automobiles et des motocycles	59,4
Industries extractives	58,5
Caoutchouc, plastique, autres produits minéraux non métalliques	57,9
Autres services aux ménages	57,5
Fabrication d'équipements électriques	54,1
Travail du bois, industries du papier et imprimerie	53,1
Fabrication de machines et équipements n.c.a.	52,3
Réparation d'automobiles et de motocycles	52,0
Transports et entreposage	50,3
Ensemble des biens d'équipement	47,5
Activités de services administratifs et de soutien	46,5
Autres activités spécialisées, scientifiques et techniques	46,2
Activités immobilières	43,4
Services administratifs et de soutien	42,5
Fabrication d'autres matériels de transport	41,7
Commerce de détail, hors automobiles et des motocycles	41,6
Activités juridiques, comptables, gestion, architecture, ingénierie, contrôle	39,7
Fabrication de produits informatiques, électroniques et optiques	36,0
Production et distribution d'eau ; assainissement, déchets et dépollution	35,5
Edition, audiovisuel et diffusion	34,9
Activités informatiques et services d'information	32,2
Fabrication de denrées alimentaires, de boissons et tabac	28,4
Industrie chimique	27,8
Industries extractives, énergie, eau, gestion des déchets et dépollution	23,4
Hébergement médico-social et social et action sociale sans hébergement	18,0
Cokéfaction et raffinage	17,2
Activités financières et d'assurance	16,0
Agriculture, sylviculture, pêche	13,1
Industrie pharmaceutique	13,0
Télécommunications	12,2
Activités pour la santé humaine	10,5
Recherche-développement scientifique	9,0
Administration publique, enseignement, santé et action sociale	8,0
Enseignement	7,7
Production-distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et air conditionné	5,7
Administration publique	0,2
Activités des ménages en tant qu'employeurs	0,1

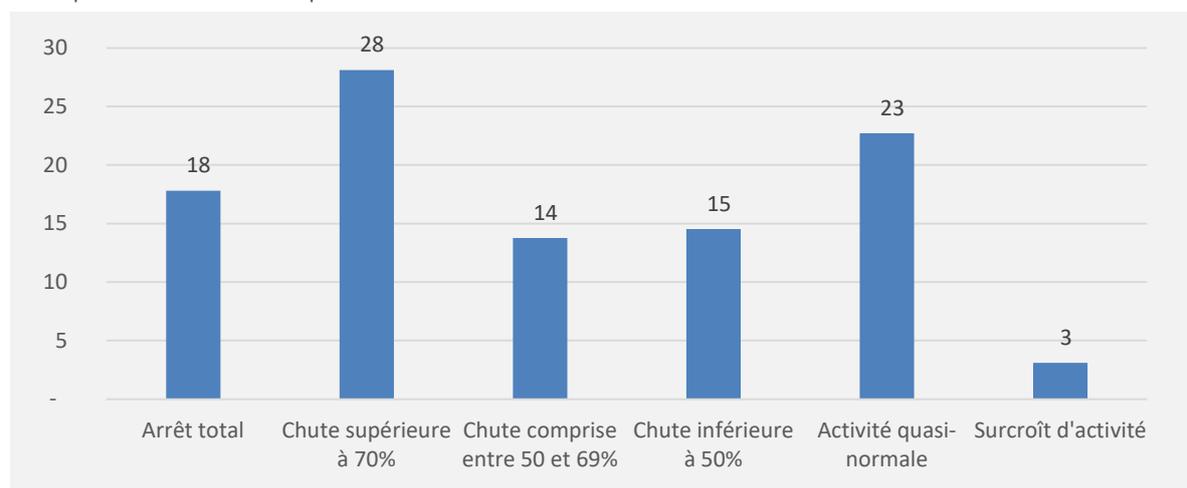
Sources : Dares, redressement Xerfi (sur la base des travaux de la Dares et de l'OFCE)

La diffusion de ce choc est ainsi d'une ampleur inégale. Seule une minorité d'entreprises et d'emplois a été épargnée :

- 18% des entreprises étaient à l'arrêt complet dans la seconde moitié d'avril et 30% avaient connu un épisode d'arrêt complet ou temporaire durant la période de confinement (selon l'enquête Xerfi de fin avril) ;
- au moment de l'enquête, 57% des entreprises interrogées se jugeaient en activité réduite, sachant que lorsque l'on parle d'activité réduite, il s'agit d'un flux d'activité très réduit, en retrait de plus de 50% par rapport à la normale pour 42 % des entreprises. Seules 23% avaient réussi à maintenir une activité normale ou quasi normale et 3,1% étaient parvenus à développer un surcroît d'activité (dans les services informatiques notamment).

■ Situation d'activité des entreprises dans la seconde quinzaine d'avril (enquête Xerfi)

Répartition en % des entreprises



Source : Xerfi, Enquête dirigeants

Ces proportions sont en ligne avec les données de l'enquête Acemo, portant sur le secteur privé non agricole et exprimées en pourcentage de salariés :

- 19 % des salariés étaient rattachés à une entreprise à l'arrêt complet à la fin du mois de mars et 12,2% à la fin du mois d'avril.
- Les entreprises en activité réduite recouvraient 61,2% des salariés fin mars et 67,4% fin avril, près de la moitié d'entre elles étant en activité réduite de plus de 50% par rapport à la normale.
- Les entreprises considérant leur situation inchangée ou en augmentation représentaient respectivement 15,8% et 4,6% des salariés à la fin du mois d'avril.

Une reprise très partielle de l'activité durant le confinement

Le décrochage du PIB était estimé à 33% le 7 mai par l'Insee par rapport à une situation normale, en légère hausse par rapport à ses points bas de mars (-35%). Un très léger souffle de reprise d'activité était donc perceptible avant même la sortie du confinement. Cela confirme ce que signalait l'enquête Xerfi menée lors de la seconde quinzaine d'avril. Une petite proportion d'entreprises à l'arrêt a repris une activité très partielle au cours du confinement, après un arrêt complet courant mars : 12,5% des entreprises¹. L'enquête Acemo de mai de la Dares confirme quant à elle le caractère très partiel de ce processus, la part des salariés rattachés à des entreprises à l'arrêt complet étant passé de 19 à 12,2% et la part de ceux travaillant sur site ou en télétravail de 52,3% à 56,5% entre fin mars et fin avril. Cette très légère amélioration de la situation provient d'abord du secteur de la construction. C'est dans ce secteur que l'on observe la plus grande proportion d'entreprises ayant repris une activité réduite entre fin mars et fin avril selon l'enquête Xerfi (29% des entreprises ayant redémarré après un arrêt complet).

Si la consommation de services demeure au plancher, on assiste également à un léger redressement des dépenses de certains biens manufacturés. Les données de transaction de carte bancaire signalent une légère reprise concernant les postes d'équipement du foyer et d'habillement chaussure entre fin mars et fin avril.

■ Transactions par carte bancaire

Glissement annuel de montants quotidiens de transactions en comparaison des jours comparables de 2019

	16-30 mars	15-27 avril
Habillement et chaussures	-90%	-75%
Équipement du foyer	-80%	-38%
Hébergement-restauration	-90%	-88%
Carburant	-80%	-75%
Vente à distance	-20%	0-10%
Vente physique	-60%	-50%

Sources : Cartes Bancaires CB, calculs Insee

Le canal de la vente à distance n'a cependant pas joué le rôle amortisseur auquel on pouvait s'attendre. Les ventes à distance ont également reculé au début du confinement avant de récupérer des niveaux à peine supérieurs à ceux d'avant crise à la fin avril. Tous les éléments n'étaient en effet pas réunis pour un fonctionnement à pleine capacité du e-commerce :

- les difficultés d'approvisionnement ont entravé l'activité, les sites étant parfois dans l'incapacité de reconstituer leurs stocks et de répondre à la demande ;
- les commerces servant de points relais étaient fermés le temps du confinement et les délais de livraison se sont considérablement allongés chez la plupart des acteurs de la livraison (Colissimo, Chronopost, Colis Privé...) ;
- des tensions sont apparues dans les entrepôts (des *pure players*² mais pas seulement) où les salariés ont dénoncé des conditions de sécurité sanitaire insuffisantes.

¹ Souvent très réduite puisque 80% d'entre-elles fonctionnaient à moins de 50% de leur niveau normal d'activité

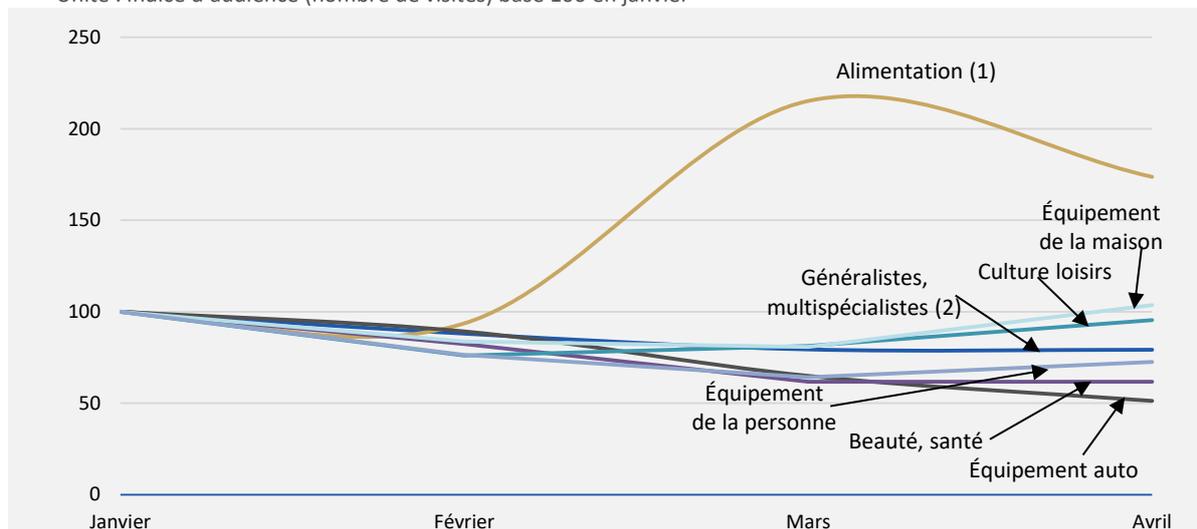
² Mi-avril, Amazon a été sommé par le tribunal judiciaire de Nanterre de restreindre son activité aux seules expéditions de produits alimentaires, d'hygiène et de santé. Le géant américain a décidé de fermer temporairement ses 6 centres de distribution français. La fermeture aura finalement duré un mois. (Suite à un accord trouvé avec les syndicats, une réouverture progressive des centres de distribution d'Amazon était programmée à partir du 19 mai.)

In fine, les audiences du e-commerce n'ont pas enregistré de niveaux records sauf sur le marché alimentaire :

- elles sont restées très en deçà des visites enregistrées pendant les soldes de janvier, y compris pour les gros pure players généralistes/multispécialistes ;
- les sites alimentaires sortent du lot et ont surperformé. Leur audience a explosé en mars, au début du confinement, avant de retomber en avril mais en restant à des hauts niveaux ;
- l'audience des sites de culture-loisirs a régulièrement progressé en mars et avril ; celle des sites d'équipement de la maison (de bricolage en particulier) a rebondi en avril ;
- les plus fortes baisses d'audiences entre janvier et avril ont été enregistrées par les sites d'équipement automobile, de beauté-santé et d'équipement de la personne.

■ Les audiences des sites marchands sur la période janvier – avril 2020 par catégorie de sites

Unité : indice d'audience (nombre de visites) base 100 en janvier

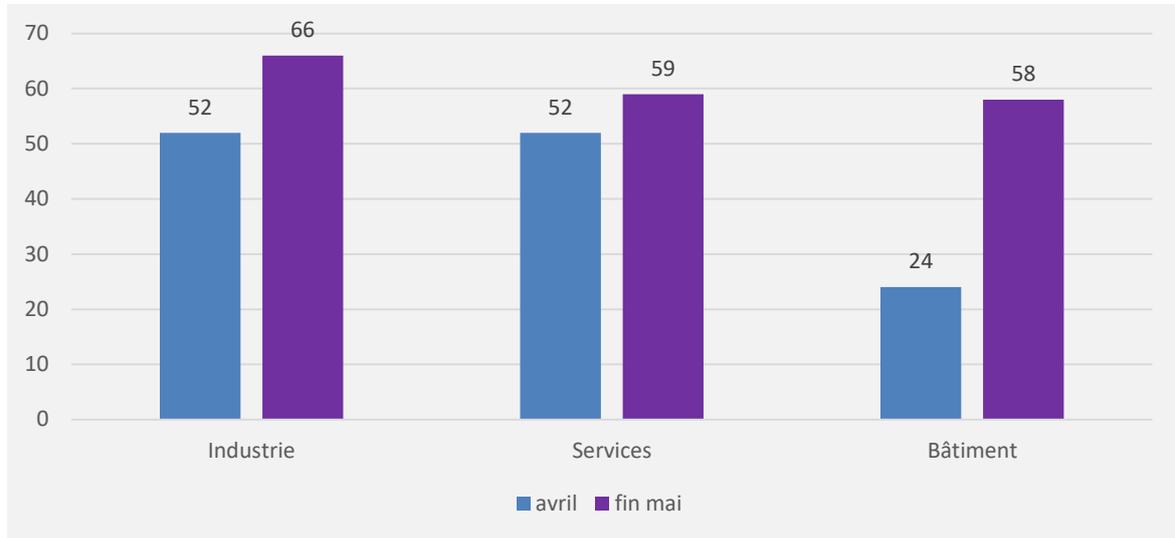


(1) Uniquement enseignes de la grande distribution alimentaire / (2) Uniquement pure players (Amazon, Cdiscount, Rakuten...) / Source : traitement Xerfi sur données Similarweb

La sortie du confinement du 11 mai, marque bien un tournant en termes d'accélération de la reprise d'activité, mais tout indique que la sortie du confinement ne s'opérera que de façon très graduelle quel que soit le secteur d'activité. Le prolongement des mesures de sécurité sanitaire, les contraintes continuant à peser sur la mobilisation normale de la main-d'œuvre, le climat d'incertitude pesant sur l'emploi et les revenus, interdisent tout effet de *rush*. L'enquête banque de conjoncture de la Banque de France, indique que les entreprises industrielles seront à deux de leur niveau normal d'activité à la fin mai. Les services et le bâtiment demeureront à moins de 60%. C'est en revanche dans ce dernier secteur que le rebond est le plus prononcé, confirmant les tendances qui s'esquissent depuis avril. Selon l'Insee, lors de la première semaine de sortie du confinement la perte d'activité liée à la crise sanitaire ne serait désormais « plus » que de l'ordre de – 21 % (contre – 33 % estimé début mai). L'économie française fonctionnerait à environ quatre cinquièmes de son niveau d'avant crise, avec une perte de 25% dans l'industrie et les services marchands et de 38% dans la construction. L'Insee estime encore à 14% la perte de PIB en juin.

■ **Jugement des entreprises sur leur niveau d'activité en avril et fin mai**

En % du niveau jugé normal



Source : Banque de France

2

LA CRISE SANITAIRE SE MUE EN CRISE DES MODÈLES D’AFFAIRES ET DE L’EMPLOI

Quand la crise sanitaire vire en crise industrielle

La récupération lente et progressive de l'activité que l'on observe en avril et courant mai, signale d'emblée que le scénario d'une reprise en V n'est plus atteignable. Des pans entiers de l'industrie traditionnelle abordent déjà l'après-confinement dans une perspective de *downsizing* et de restructuration lourde à l'image de l'automobile ou de l'aéronautique. Mais la crise sanitaire marque aussi une crise profonde des usages (mobilité collective, modes d'accès aux produits et aux loisirs, etc.). L'économie de la haute fréquence, de la rotation accélérée de l'offre, de la massification, de la saturation des espaces traverse une crise profonde qui risque de s'étirer bien au-delà de la pandémie et de faire tendance.

La densité humaine qui sous-tend les modèles de consommation intensifs est devenue un problème et menace la survie de pans entiers de l'économie, et notamment celle du *low cost*. Car cette économie, repose sur une optimisation de tous les flux, et notamment sur un abord de l'espace qui s'avère plus que problématique. La quête permanente du remplissage à 100%, qui passe par ce que l'on appelle le *yield management*³ dans l'hôtellerie, le transport aérien et ferroviaire, risque de buter durablement sur la réticence des consommateurs. Et dans bien d'autres domaines des services, que ce soit la restauration, les services aux ménages, le divertissement ou plus généralement le tourisme, cette obsession du remplissage et au cœur des modèles d'affaires et de leur survie.

³ Une gestion tarifaire qui a pour objectif l'optimisation du remplissage et du chiffre d'affaires.

Si l'on met bout à bout ces secteurs confrontés à une profonde reconfiguration de leurs *process* et des usages (restauration, hébergement, transport, services aux ménages et distribution, soit 22% de la valeur ajoutée), on prend la mesure de la profondeur de la restructuration qui s'engage. Tout ce pan de l'économie est exposé à une crise industrielle majeure, « une crise de l'industrie servicielle », équivalente par son ampleur, à celle de l'industrie lourde des années 1980-90. Les effets d'entraînement et de diffusion que nous avons coutume de décrire comme allant de l'industrie vers les services jouent cette fois-ci en sens opposé. On le voit clairement aujourd'hui à travers les dégâts collatéraux que la crise du transport aérien provoque sur l'industrie aéronautique.

C'est en ayant en tête ces enjeux lourds d'adaptation de l'offre qu'il faut aborder la période qui s'ouvre. A moyen terme, la vitesse de récupération de l'économie dépend de deux facteurs décisifs :

- **des arbitrages de consommation des ménages, et notamment de la façon dont ils mobiliseront leur épargne forcée.** Les ménages se retrouvent aujourd'hui en situation paradoxale. Leur revenu s'est contracté, leur emploi est fragilisé, mais leurs disponibilités financières se sont accrues avec le confinement ;
- **des anticipations des entreprises et de leurs retombées en matière d'emploi.** L'emploi est le talon d'Achille du processus de récupération de l'économie. Le recours massif au chômage partiel a permis aux entreprises de temporiser les ajustements d'effectifs. Mais, dans la plupart des secteurs, les pertes de chiffre d'affaires ne sont pas récupérables et la restauration du niveau de production devrait prendre plusieurs trimestres. Dans ces conditions, l'emploi va devenir une variable d'ajustement inévitable. Ce faisant, cet ajustement participe à l'impossibilité d'un retour rapide de l'économie à son niveau initial.

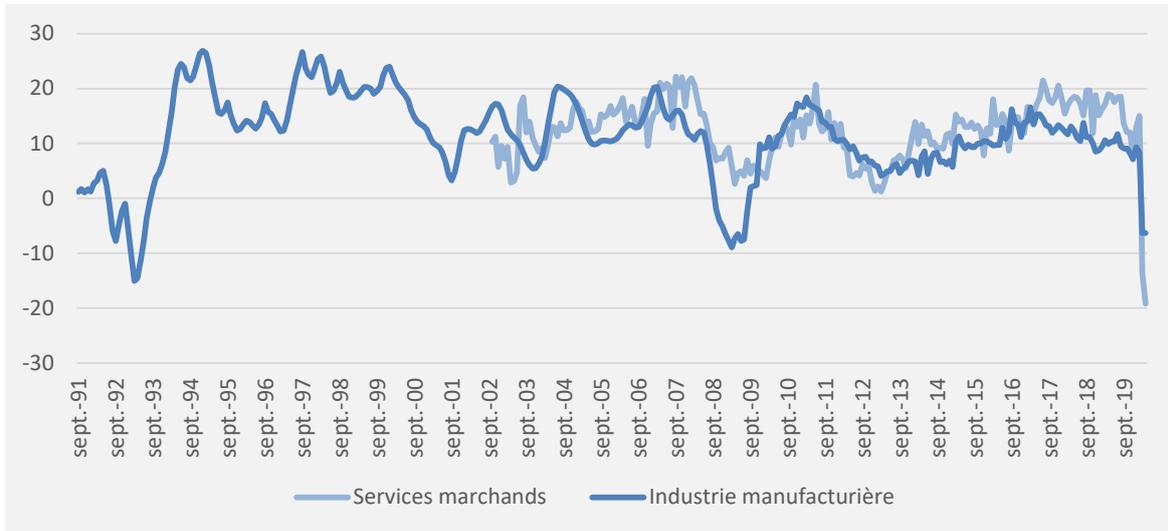
La projection de l'après-confinement doit néanmoins tenir compte aussi du fait que le scénario du pire a été évité. Le scénario de grande dépression est tempéré par la résistance financière dont a fait preuve l'économie. L'activisme de la puissance publique et des banques centrales, en France et à l'étranger, a évité un enchaînement cumulatif catastrophique 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.

Assez bonne résistance financière de l'économie à court terme

Les problèmes de trésorerie rencontrés par les entreprises sont très loin d'être à la hauteur du choc d'activité des mois de confinement. Dans l'industrie, les enquêtes de trésorerie de la Banque de France indiquent des difficultés de trésorerie qui se maintiennent entre mars et avril et qui demeurent encore légèrement en deçà des niveaux observés en 2008-2009, alors même que la chute d'activité était bien moins profonde qu'aujourd'hui. Les services marchands, rencontrent en revanche des difficultés de trésorerie d'ampleur inédite. Les besoins de restockage dans le commerce, alors même que les stocks de printemps n'ont pas été écoulés sur le marché, créent notamment des impasses de financement considérables.

Situation de trésorerie

Unité : solde d'opinion, CVS

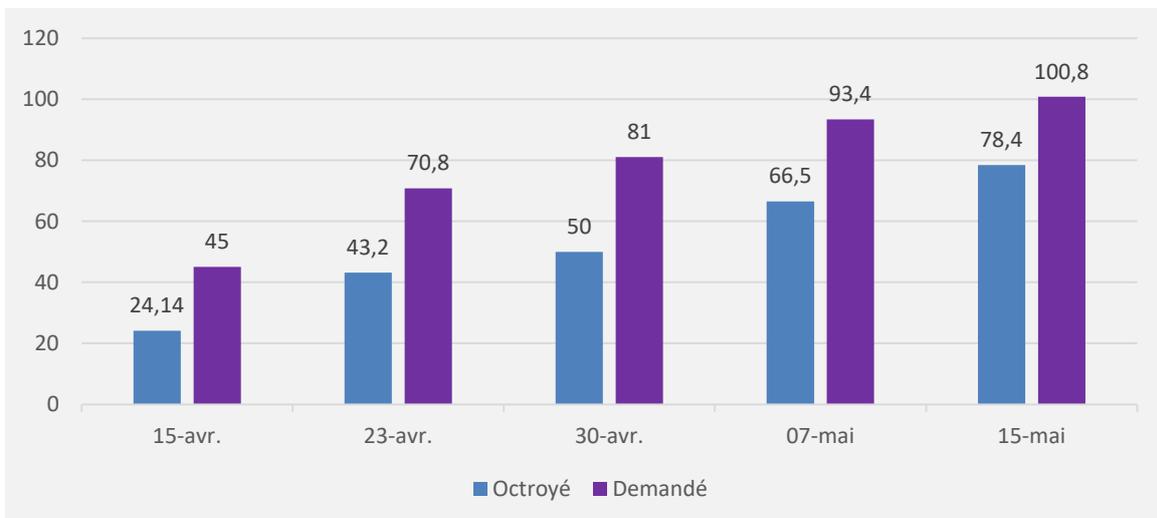


Source : BdF

Le plan de soutien de Bercy a joué un rôle décisif d'amortisseur. L'enquête Xerfi réalisée auprès des dirigeants dans la seconde moitié d'avril montre que les entreprises ont rapidement activé les différents dispositifs de soutien, différant les problèmes aigus de trésorerie. Elles étaient à la fin avril, 75% à avoir mobilisé du chômage partiel, 74% à avoir différé leurs échéances sociales, 51% leurs échéances fiscales, 51 % à avoir activé une ligne de crédit garantie par la BPI. Cette large mobilisation des soutiens est de nature à atténuer la sinistralité des entreprises en sortie de confinement. Mais le poison lent des échéances différées, dans un contexte de récupération incomplète de l'activité, va très fortement fragiliser financièrement les entreprises dans les mois qui viennent. La sinistralité sera de la sorte importante, notamment parmi les TPE, PME.

Demande et octrois de prêts garantis par l'État par les entreprises

Unité : milliards d'euros

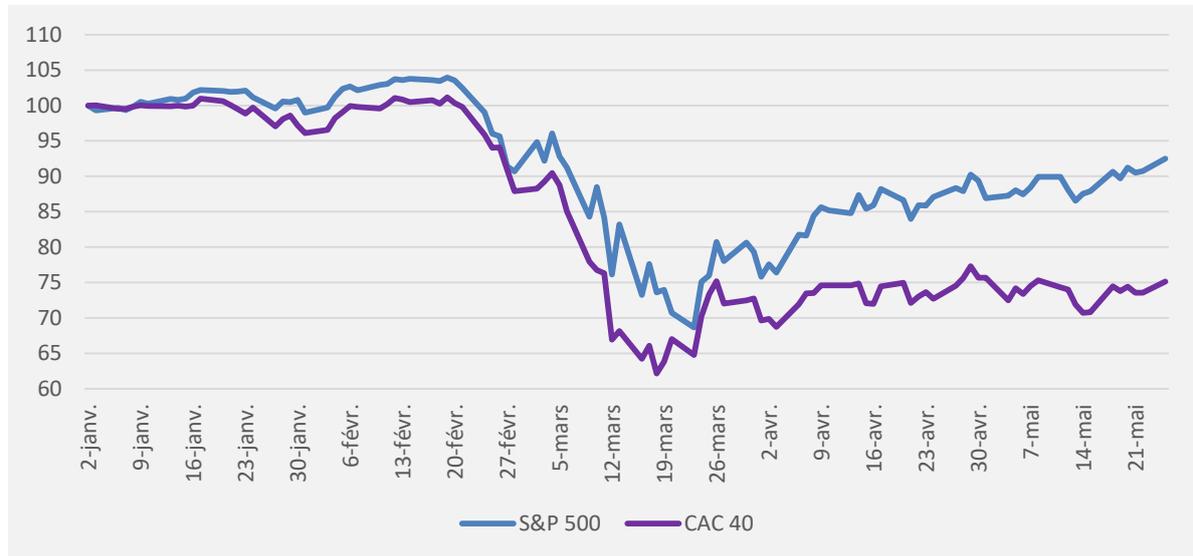


Sources : Fédération bancaire française (demandes recensées et taux de refus), Bpifrance (demandes accordées, sur la base des déclarations par les banques et les entreprises sur la plateforme mise à disposition par Bpifrance), DG Trésor (demandes accordées pour les grandes entreprises)

Côté bourse, après le dévissage de mars, la récupération est rapide et inattendue. Les bourses entérinent d’abord le soutien inconditionnel des banques centrales et le maintien au plancher des taux longs pour plusieurs années. Les fonds de gestion sont de surcroît en quête de rendements et jouent les secteurs peu impactés ou portés par la crise (santé, technologies de l’information, e-commerce, etc.) qui représentent la majorité de la capitalisation américaine. Ils jouent également les opportunités futures de croissance externe et de concentration des leaders de la cote. L’immobilier devrait aussi bénéficier de la décreue des taux, de sa vocation de valeur refuge et des désirs d’espace et d’éloignement des métropoles révélés lors du confinement.

■ **Cours boursiers du 2 janvier au 25 mai 2020**

Unité : 2 janvier 2020 = 100



Source : Feri

La robustesse des prix d’actifs éloigne ainsi les risques d’un séisme financier et de dégâts collatéraux pour les activités de banque d’investissement des établissements de crédit. Les banques bénéficient également de la forte demande de prêts de trésorerie des entreprises, qui compense pour partie le reflux momentané des activités de crédit aux particuliers. L’exposition au risque de défaillance demeure circonscrite à court terme, puisque les aides de trésorerie sont couvertes à 90% par la garantie de l’État. Néanmoins, la sinistralité des entreprises pourrait dégrader la qualité des bilans à terme, sur les encours de crédit contractés avant crise. La montée des créances douteuses, combinée à la permanence de marges d’intérêt extrêmement faibles, pourraient dégrader fortement la rentabilité du secteur.

Une fragilité extrême de l'emploi

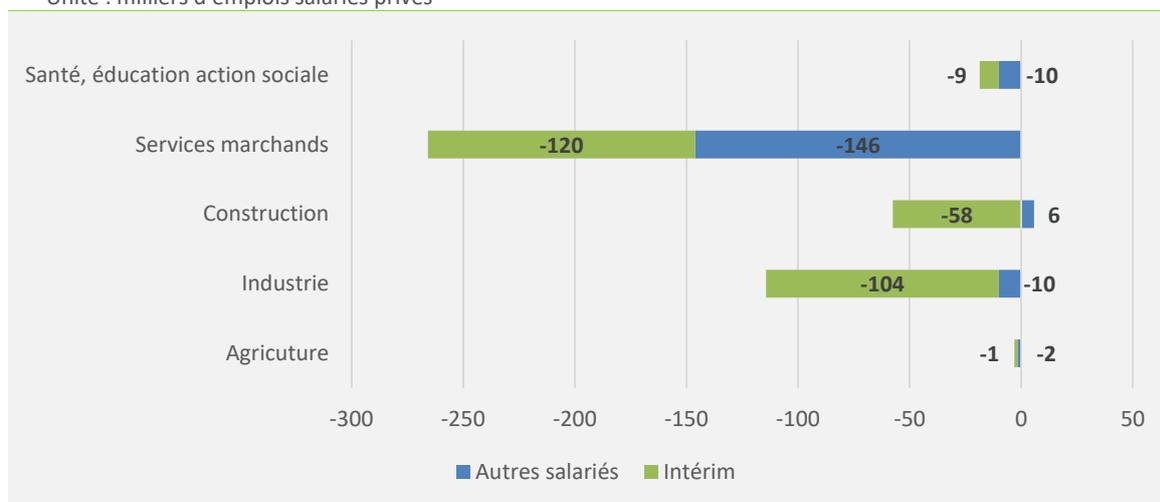
L'emploi est le talon d'Achille du processus de récupération de l'économie. Le recours massif au chômage partiel a permis aux entreprises de temporiser les ajustements d'effectifs. Mais, dans la plupart des secteurs, les pertes de chiffre d'affaires ne sont pas récupérables et la restauration du niveau de production devrait prendre plusieurs trimestres. Dans ces conditions, l'emploi va devenir une variable d'ajustement inévitable, ralentissant le processus de récupération de l'économie.

Dès le mois de mars, en dépit du chômage partiel, les emplois les plus précaires ont brutalement dévissé (les CDD courts en fin de contrats dans les services marchands et l'intérim sur missions courtes de moins de trois mois dans les secteurs à l'arrêt : automobile, construction etc.).

Dès le mois de mars, en dépit du chômage partiel, les emplois les plus précaires ont brutalement dévissé (CDD courts et intérim). Fin mars, 453 000 emplois salariés avaient déjà été détruits dans la sphère marchande par rapport au début de l'année, près des 2/3 des destructions étant le fait de l'intérim et 96% relevant des services marchands (hôtellerie et restauration, commerce, services aux ménages). C'est la première fois que l'ajustement de l'emploi est plus brutal dans les services que dans l'industrie.

■ Destructions d'emplois entre début janvier et fin mars 2020 (*)

Unité : milliers d'emplois salariés privés



(*) : la baisse de l'emploi intérimaire a été ventilée sur les secteurs en fonction de son poids dans chaque secteur
Sources : Dares, Insee, estimations Xerfi

Et la rupture de cette première digue risque d'en entraîner d'autres. A ce stade, l'ajustement s'est concentré sur le volant des emplois en CDD courts ou en mission d'intérim de moins de 3 mois. Le décrochage brutal de l'emploi salarié privé, dès fin mars, provient presque exclusivement de l'arrivée à échéance de ces contrats précaires. Le dénombrement des contrats courts qui ne sont pas ou très peu couverts par de dispositif de chômage partiel montre également que le processus de destruction rapide de l'emploi précaire n'est probablement pas achevé.

■ Nombre de contrats courts (CDD et mission d'intérim de moins de 3 mois) par secteurs

Unité : milliers

	CDD court et intérim court
Agriculture	32
Industrie	221
Construction	112
Commerce	144
Transport entreposage	86
Hébergement et restauration	65
Information, médias, télécommunication	46
Finance	14
Immobilier	12
Services aux entreprises	109
Services aux ménages	68
Administration	39
Santé, éducation, action sociale	202
Total	1152

Note : estimé sur la base de l'enquête emploi 2017, « Les salariés en contrat court : des allers-retours plus fréquents entre emploi, chômage et inactivité », Yves Jauneau et Joëlle Vidalenc, Insee Première n°1736, 2019

Sources : Insee, calculs Xerfi

On dénombre environ 1,2 million d'emplois concentrés dans l'industrie, la construction, le commerce et les loisirs dont le terme du contrat s'achève d'ici la mi-juin au plus tard. Ce type d'emploi devrait encore connaître un important dévissage en avril et en mai et porter la destruction instantanée de l'emploi à 700 000 d'ici la fin du second trimestre. La baisse des effectifs a certes été violente et immédiate, mais elle est d'ordre mécanique et ne nous dit rien ou peu sur les arbitrages de plus long terme des entreprises. Or, à partir de début juin, lorsque la sélectivité du dispositif de chômage partiel sera durcie et que la prise en charge de l'indemnité pèsera à 15% sur les entreprises, l'emploi stable va devenir une variable d'ajustement incontournable. Il faut donc s'attendre maintenant à ce que ce soit le cœur de l'emploi qui soit attaqué avec des conséquences en cascades sur le taux de chômage.

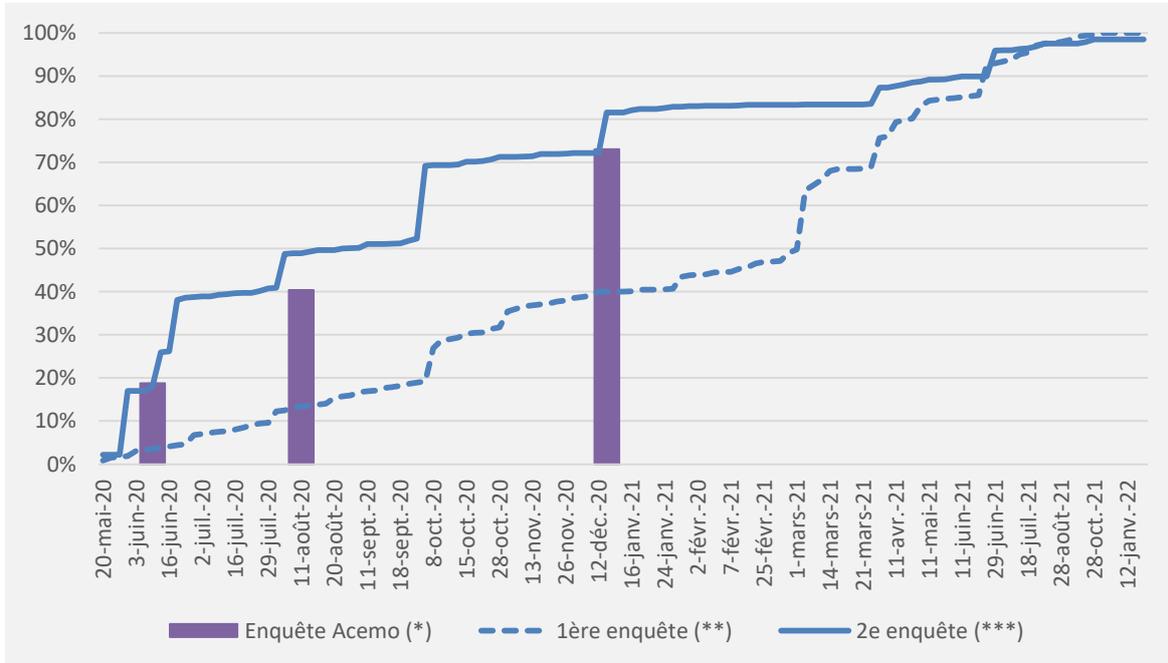
Une montée en charge très graduelle de l'activité des entreprises.

Le début de la trajectoire de récupération de l'économie depuis le 11 mai, est tributaire des anticipations des entreprises concernant la vitesse d'un retour à la normale de l'activité. Ces anticipations jouent un rôle décisif sur la trace que laissera la crise à moyen terme. Ce sont d'elles que dépend la morsure qu'opérera l'activité sur l'emploi et notamment sur le noyau dur de l'emploi stable. Et plus cette morsure sera forte, plus cet ajustement participera à l'impossibilité d'un retour rapide de l'économie à son niveau initial.

Lorsque l'on sonde les perspectives et le timing de reprise de l'activité du côté des entreprises, même si ces dernières ont considérablement été rehaussées avec la sortie effective du confinement, le scénario d'une remontée lente et partielle, sans rattrapage, s'étageant sur plus d'un an se confirme : 40% des entreprises entrevoient un retour à une activité normale d'ici l'été, 50% en septembre et 70% d'ici la fin de l'année. Le processus se poursuit lentement tout au long de l'année 2021. Ces résultats coïncident ceux de l'enquête Acemo de la Dares, menée du 1^{er} au 11 mai.

■ Pourcentage des entreprises anticipant un retour à une activité normale après confinement (enquête Xerfi dirigeants de mai)

Unité : pourcentage des entreprises (Xerfi), pourcentage des salariés (Acemo),



Sources : Xerfi, enquête dirigeants, Dares, enquête Acemo Covid, mai 2020, * Menée du 1^{er} au 12 mai 2020 ** Menée du 24 au 30 avril 2020 *** Menée du 14 au 20 mai 2020

L’absence de synchronisation forte qui sous-tend ces réponses continue à accréditer l’hypothèse d’un rétablissement partiel et incomplet de l’économie à moyen terme. Difficile en effet d’imaginer une récupération complète de la moitié des entreprises lorsque l’autre moitié plombe la reprise. A ce stade, l’enquête Xerfi auprès des dirigeants, confirme bien le volontarisme de ces derniers. Mais elle renforce le sentiment d’une épée de Damoclès sur l’emploi, qui pèse fatalement sur les chances d’une récupération rapide et complète de l’économie.

3

HYPOTHÈSES DE PRÉVISION : LA TRAÎNÉE LONGUE DES CONTRAINTES DE DISTANCIATION SOCIALE

Les hypothèses sanitaires

L’exercice de prévision de Xerfi intègre les hypothèses suivantes :

- **La date de sortie de confinement** a été maintenue au 11 mai. La durée effective du confinement a été donc celle que nous avons retenue dans nos prévisions de fin avril, soit 36 jours ouvrés et 44 jours ouvrables de blocage élargi de l’activité.

- S'il était clair que le **déconfinement allait être opéré de façon très graduelle**, le gouvernement a donné le 28 avril dernier quelques précisions supplémentaires concernant ses modalités :
 - les restrictions à la mobilité des personnes sont levées, avec une limite de 100 km pour les déplacements privés. La réouverture de tous les commerces (hors centres commerciaux de plus de 40 000 m²) est également autorisée. En revanche, la reprise de l'activité des bars et restaurants (hors ventes à emporter), des salles de spectacle et de la plupart des activités culturelles et sportives en intérieur n'est pas autorisée. Les dates de fin de restriction pour ces activités devraient être annoncées le 2 juin. Les activités événementielles rassemblent plus de 5 000 personnes ne pourront quant à elles reprendre qu'en septembre ;
 - certaines restrictions seront levées de façon différenciée selon les régions. Le territoire national a été réparti en régions « rouges » (Île-de-France, Hauts de France, Grand-Est, Bourgogne-Franche Comté et Mayotte, rassemblant environ 40% de la population française) et régions « vertes » (toutes les autres). Entre le 11 mai et le 2 juin, cette différence de traitement aura peu d'impact car les réouvertures autorisées uniquement dans les régions « vertes » concernent les parcs et les collèges. En revanche, après le 2 juin la réouverture des bars et restaurants pourrait être autorisée en zone « verte », mais pas en zone « rouge », ce qui impliquera un retour à la normale « à deux vitesses » de l'activité économique française.
- Quelles que soient les dates de fin de restrictions, **les mesures de sécurité sanitaire éliminent toute possibilité d'un retour immédiat à la normale dans plusieurs 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 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 et il n'est pas avéré que le virus perde en virulence en fonction des saisons. Cet élément va constituer un frein à la mobilité ou au tourisme à horizon indéterminé.

Les hypothèses au plan économique

Il est acquis que tous les pays développés connaîtront un choc d'activité massif (en dépit des écarts parfois trompeurs qui caractérisent les données du premier trimestre) sur lequel le FMI et Eurostat ont 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 déduire les exportations françaises. 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 pour les groupes français.**

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 à court terme. 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 près de 50% 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. Concernant les métaux, dont les prix impactent les coûts d'une large partie de l'industrie, après une chute généralisée en 2020, les cours devraient rebondir en 2021, sans pour autant retrouver les niveaux de l'année dernière.

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.

■ 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	0,12	-0,1	0,0
Pétrole (Brent en \$)	64,3	33,8	41
PIB			
Zone euro	1,2%	-8,5%	6,0%
dont :			
Allemagne	0,5%	-6,9%	5,8%
Italie	0,3%	-10,6%	6,3%
Espagne	2,0%	-9,2%	6,8%
Pays-Bas	1,8%	-5,5%	4,2%
Royaume-Uni	1,4%	-8,3%	4,0%
États-Unis	2,3%	-6,9%	4,5%
Demande adressée par le reste du monde (Importations des pays, pondérées par la structure des exportations françaises)	3,0%	-17,2%	19,2%

Prévisions Xerfi / Source : Feri

Les hypothèses au niveau des politiques de stabilisation de l'activité

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 plus, 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%. Le gouvernement met de surcroît en place des plans de soutien spécifiques (non comptabilisés dans la première enveloppe), destinés à l'automobile (5 milliards d'euros sous forme de prêts garantis), l'aérien (7 milliards d'euros), l'hôtellerie-restauration (3 milliards d'euros sous forme de prêts et d'investissement en fonds propres) et l'agriculture (240 millions).

4

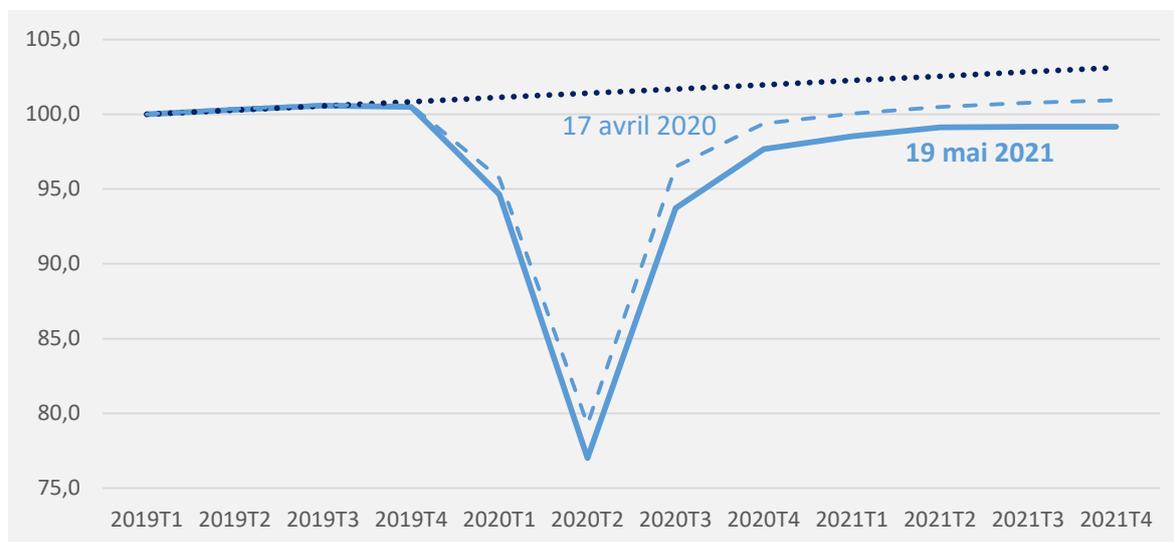
LE SCÉNARIO DE CROISSANCE DE XERFI : UNE RÉCUPÉRATION INCOMPLÈTE À L’HORIZON 2021

Décrochage du PIB et effet de « longue traîne de la crise »

Notre projection renforce, par rapport au précédent exercice d’avril, l’hypothèse d’une remontée graduelle et incomplète de l’activité en sortie du confinement. Les contraintes de distanciation pèsent de façon significative sur les possibilités de montée en charge rapide de l’activité et de la consommation, notamment dans les services. **Cette hypothèse nous amène à réviser substantiellement à la baisse le scénario médian de croissance (-9,6% en 2020 et +9,0% en 2021 au lieu de -7,6% et +8,2% précédemment).**

Ce chiffrage surligne l’effet de « longue traîne de la crise », lié à un décrochage de l’emploi plus marqué et à des phénomènes de persistance plus prononcés (hystérèse). Le rebond de l’activité au second semestre ne permet pas de compenser le manque à gagner du confinement. Le scénario se rapproche de plus en plus d’un scénario en « L ». L’activité ne renoue fin 2021, ni avec son niveau, ni avec sa tendance d’avant crise. Le PIB demeure fin 2021 à 1,4% du niveau atteint au quatrième trimestre 2019.

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



Source : calculs et prévisions Xerfi

Il ne s’agit pas pour autant du « scénario du pire », de « grande dépression », selon lequel le dévissage d’activité du confinement engagerait l’économie dans une spirale dépressive et déflationniste. Un tel scénario 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.

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

Les effets de rattrapage seront quasiment inexistants. Alors que l'épargne involontaire des ménages, liée aux restrictions administratives et aux mesures de distanciation, devrait atteindre 80 milliards, **les entreprises ne pourront tout d'abord pas compter sur des comportements d'achat compensatoires après juin**, pour trois raisons principales :

- la première, c'est qu'il n'y aura pas de retour rapide à la vie d'avant. Si l'on pouvait encore espérer il y a quelques semaines un effet de « *rush* » dans tous les secteurs aujourd'hui prohibés qui sont au cœur du lien social (la restauration, les cafés, le tourisme, le loisir, la culture, les parcs, etc.), cet espoir est douché. Les contraintes de distanciation sociale pèseront encore longtemps. À cela, il faut ajouter toutes les mesures de prévention prolongée qui refrènt les dépenses des seniors, et plus généralement, les comportements de défiance qui vont continuer à peser sur toutes les activités qui impliquent de la promiscuité et des contacts interpersonnels, autrement dit pratiquement toutes les activités de services. Les dépenses liées aux loisirs, au tourisme et à la culture, qui représentent 12% du budget des ménages, seront de la sorte durablement pénalisées ;
- deuxièmement, la crise pèse sur la formation des revenus et sur l'emploi. Nous estimons à plus de 4 points la décélération des revenus des ménages en 2020, après transferts (en baisse de 1,0% par rapport à 2019) ;
- enfin, un report partiel de la consommation, des services vers les biens manufacturés, est probable. Les produits liés à l'équipement, à l'aménagement domestique ou à la pratique de loisirs individuels devraient bénéficier de ce report. Mais cette réallocation a un fort contenu en importations. Elle aura donc des effets d'entraînement limités.

Le rattrapage bute ensuite sur **l'impossibilité fonctionnelle de certains secteurs à rattraper l'activité perdue**. Dans beaucoup de services, ce qui est perdu à un moment donné, une collection de printemps, des vacances estivales, un festival, etc., n'est tout simplement pas récupérable. Les effets saisonniers interdisent toute seconde chance. Quant à l'industrie ou à la construction, les possibilités d'un rattrapage de production sont limitées ou différées par le butoir des capacités. Pour rattraper, il faudrait produire plus, et pendant plusieurs mois... autrement dit immobiliser des moyens supplémentaires, alors même que le surplomb de production est par nature transitoire.

Le coup de frein des échanges internationaux constitue un dernier facteur de freinage durable de l'activité. Son dévissage à la suite de la crise sanitaire est extrêmement brutal. Nous estimons à -30% la baisse des marchés à l'exportation français (demande adressée) au cours du deuxième trimestre, compte tenu de la spécialisation géographique des échanges. L'ampleur et le tempo de la reprise des marchés d'exportation hexagonaux demeurent extrêmement incertains et devraient être caractérisés par une forte « asynchronie ». Les plans de soutien massifs en faveur de l'industrie, dans la plupart des pays avancés ou émergents, pourraient être couplés avec des mesures protectionnistes informelles ou non tarifaires visant à privilégier les entreprises résidentes. Ces plans sont, de surcroît, susceptibles de fausser les conditions de la concurrence, compte tenu des différences considérables de tailles d'enveloppe selon les pays. L'ampleur du soutien du gouvernement allemand à l'automobile fait déjà débat. La composante touristique des échanges sera également durablement plombée. Les arbitrages des consommateurs en faveur des biens et au détriment des services sont un facteur supplémentaire de déséquilibre des échanges en 2021.

Pouvoir d'achat et consommation amputée

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. **En 2020, le pouvoir d'achat devrait reculer de près de 0,3%**. On observe donc un ralentissement de l'ordre de 2,5 points du pouvoir d'achat entre 2019 et 2020. Ce dernier ne devrait que très partiellement récupérer en 2021, du fait du ralentissement de l'inflation et de la stabilisation de l'emploi. Autrement dit, les fondamentaux de la consommation sont durablement dégradés :

- **le recul de l'emploi salarié pourrait être de l'ordre de 2,1% en moyenne en 2020.** L'ajustement, qui se concentre sur l'intérim et des CDD courts au premier semestre, devrait s'étendre aux CDI par la suite. La baisse de l'emploi devrait être de 0,3% en 2021 ;
- **l'extension du chômage partiel à près de 9 millions de salariés** explique une autre part importante du décrochage. 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 travailleurs indépendants** participe aussi fortement au recul du pouvoir d'achat (pour un point). 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, les primes perdues** et les comportements de modération salariale des entreprises ;
- 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 (et part en % pour le taux d'épargne)

	2018	2019	2020	2021
Emploi salarié	1,1	1,0	-2,1	-0,3
Salaire brut / tête	1,8	1,9	0,5	0,8
Masse salariale	2,9	2,9	-7,1	6,4
Revenu indépendants	-0,2	-0,6	-14,2	2,5
Loyers	2,3	2,8	1,1	0,9
Revenus financiers net	25,9	8,3	-2,0	0,5
Prestations sociales	2,3	2,9	9,6	-6,0
Cotisations sociales	-7,7	0,2	-7,1	6,4
Impôts	9,6	0,6	-3,3	-0,4
RDB	2,7	3,2	-1,0	1,2
Prix à la consommation	1,8	1,1	0,0	0,8
Déflateur consommation	1,5	1,1	-0,7	0,2
Pouvoir d'achat	1,2	2,1	-0,3	1,0
Consommation (volume)	0,9	1,3	-9,2	10,1
Taux d'épargne	14,2	14,9	22,6	15,5

Sources : INSEE, Prévisions Xerfi

Un taux d'épargne durablement élevé

Le taux d'épargne, habituellement compris entre 14 et 15% du revenu disponible, fait une embardée à 19,6% au premier trimestre puis 35% au second. Il devrait se maintenir au-dessus de sa moyenne de long terme au cours des trimestres suivants et ne converger que graduellement vers son niveau usuel. En l'état, lorsque l'on scrute les postes de consommation en faveur desquels les ménages pourraient opter, on se trouve confronté à une possibilité d'arbitrage limitée : 43% des dépenses sont contraintes (loyers, télécom, services financiers, etc.) et 57 % des dépenses sont arbitrables. Or, si l'on tient compte du climat d'affaires très particulier qui règne sur l'automobile (pénalisé au moins à court terme par l'aversion à s'engager dans des dépenses lourdes), de la stabilité des comportements alimentaires et des freins qui entourent les dépenses de loisir, de culture et de tourisme, le champ d'arbitrage des consommateurs est extrêmement restreint. Le poste des services liés aux loisirs, à la culture et au tourisme, dont on peut penser qu'il sera durablement altéré par les mesures de sécurité et de précaution sanitaires représente à lui seul 12% de la consommation des ménages. Cette restriction des choix explique la persistance d'un niveau élevé d'épargne dans notre scénario. L'incertitude sur l'emploi devrait encourager de surcroît les comportements de précaution.

■ Structure de la consommation des ménages en 2019

Unité : % du total

Postes de consommation	En %	
Consommation totale	100,0	
Dépense contrainte	42,8	
Dépenses arbitrables, pré-engagées	57,2	
Biens	Alimentaires	14,9
	Automobiles	9,0
	Maison	4,8
	Personne	6,7
	Loisirs, culture, tourisme	4,2
	Tabac	1,7
	Services	Automobiles
Maison		0,2
Personne		1,2
Loisirs, culture, tourisme		12,0

Sources : Insee, calculs Xerfi

L'investissement et la construction durablement pénalisés

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. L'objectif de restauration des marges et de la trésorerie des entreprises va freiner durablement leurs dépenses d'investissement matériel et immatériel. Les stratégies de croissance externe (consolidation du secteur par acquisition des concurrents ou des fournisseurs) prendront le pas sur les stratégies de croissance organique.

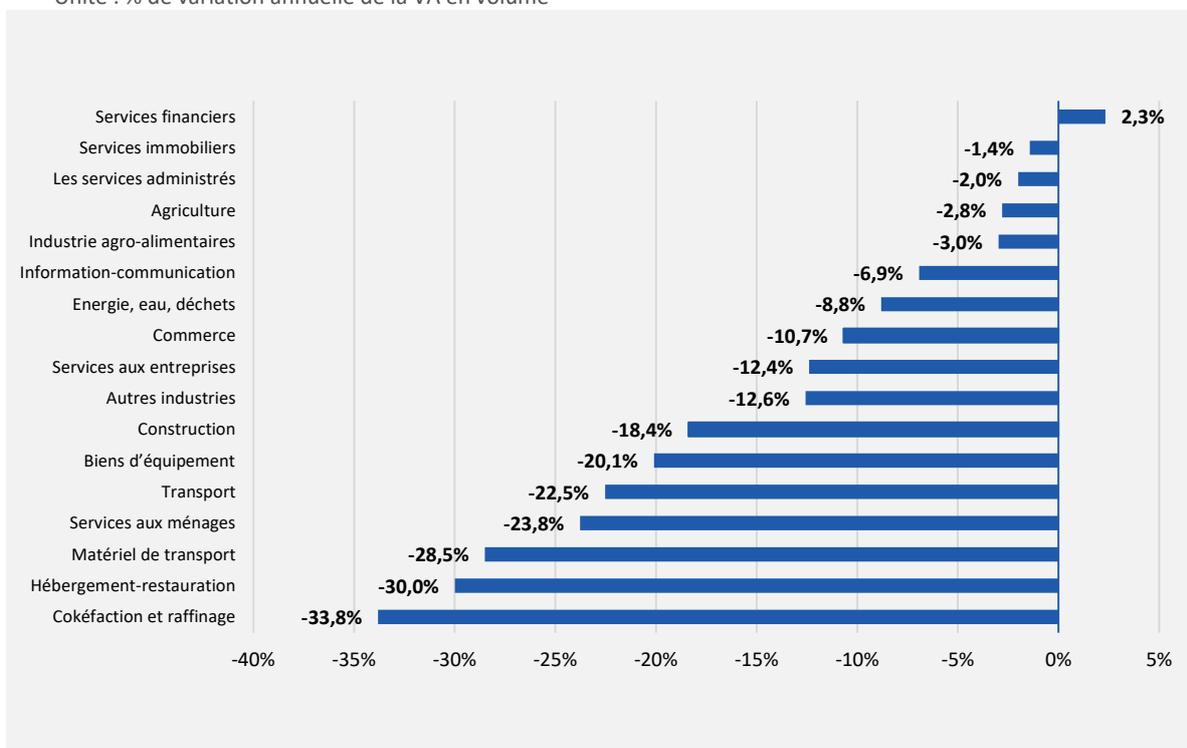
Des secteurs différemment impactés

L'ampleur de ce choc est très différenciée selon les secteurs à court terme. Les services impliquant de la promiscuité et des contacts interpersonnels (restauration, divertissement, tourisme, transports collectifs, etc.) sont confrontés à une crise « industrielle majeure » qui engage un repositionnement de leur modèle d'affaires. La remise en cause des standards de remplissage, dans le transport, le tourisme, les activités de loisir et culturelles pourraient conduire à une appréciation des tarifs. Ces services sont de surcroît incités à opérer une montée en gamme et à s'éloigner des standards *low cost*. Cette réinvention des services et leur repositionnement vont être un enjeu clé de sortie de crise.

Certains secteurs BtoB pourraient porter longuement la marque de la crise. Les industries à cycle long de production, comme l'aéronautique ou le ferroviaire, devraient également mettre en cause leurs plans de charge compte tenu 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. Il existe néanmoins une forte incertitude concernant la trajectoire à moyen terme de ce secteur. L'ampleur du soutien public à la demande, le dévissage des prix à la pompe et le besoin accru de mobilité individuelle face à la désaffection des transports collectifs, pourraient relancer le marché, à contre-courant de la tendance qui se dessinait avant-crise.

■ 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

■ **Compte emploi-ressource : scénario médian (du 27 mai), après sortie graduelle 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	-9,6	9,1	0,4	0,3	0,3	-0,1	-5,8	-18,6	21,7	4,2	0,9	0,6	0,1	0,0
Demande totale	134%	1,6	1,5	-10,7	12,0	0,6	0,2	0,4	-0,1	-5,8	-23,3	28,0	6,3	1,1	0,9	-0,1	0,0
Demande intérieure	101%	1,0	1,4	-10,0	9,7	0,7	0,3	0,5	-0,2	-5,6	-21,1	25,9	3,1	1,0	1,3	0,0	0,1
Consommation	54%	0,9	1,3	-9,1	10,0	0,5	0,2	0,4	0,3	-6,0	-20,5	28,1	1,8	0,7	1,7	0,3	0,2
Cons. Publique	24%	0,8	1,3	-2,2	2,7	0,2	0,4	0,5	0,5	-2,3	-5,4	7,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Investissement	23%	2,8	3,7	-19,6	17,2	0,7	1,4	1,2	0,0	-11,8	-34,6	43,9	8,0	2,9	1,5	0,2	-0,1
Ménages	6%	2,0	2,0	-14,5	15,0	0,2	1,7	0,9	-0,3	-13,7	-44,2	114,9	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,5
Entreprises	14%	3,2	4,2	-22,1	18,5	0,9	1,3	1,5	0,2	-11,3	-32,4	24,5	13,4	5,3	2,7	0,8	0,1
Administrations	4%	2,4	4,2	-17,1	15,8	1,2	1,2	0,7	-0,1	-10,7	-29,0	35,0	7,0	2,0	2,0	1,0	1,0
Stocks	* 1%	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-0,5	0,9	-1,4	0,8	0,4	-0,1	0,0	-0,3	0,0
Exportations	32%	3,5	2,0	-12,6	19,4	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-6,5	-30,5	35,6	17,2	1,4	-0,2	-0,2	-0,1
Importations	33%	1,2	2,3	-13,9	21,1	1,2	-0,2	0,6	-0,3	-5,9	-35,6	45,7	14,8	2,1	1,5	-0,3	0,3
Commerce extérieur	* -1%	0,7	-0,1	0,6	-0,7	-0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,1	2,8	-3,8	1,0	-0,1	-0,7	0,1	-0,1
Balance courante	**	-15	-17	-19	-37	-4,0	-5,8	-4,7	-2,1	-10,1	4,3	-12,5	-1,2	-10,4	-11,6	-8,3	-6,9
Bal. courante (%PIB)		-0,6	-0,7	-0,9	-1,6	-0,7	-1,0	-0,8	-0,3	-1,7	0,9	-2,2	-0,2	-1,8	-2,0	-1,4	-1,2
Emploi		1,2	1,0	-2,2	-0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	-0,7	-2,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
Taux de chômage		8,7	8,1	10,3	10,8	8,3	8,1	8,0	7,8	8,5	10,8	10,9	11,0	10,9	10,9	10,8	10,7
Salaires	***	1,5	1,7	0,6	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Inflation		1,8	1,1	0,0	0,8	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	-1,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5
Solde sect. public	**	-59	-73	-284	-118												
Solde sect. public (% PIB)		-2,5	-3,0	-13,0	-5,0												
Dettes publiques (% PIB)		98	98	122	117												
PIB nominal	**	2355	2420	2179	2376												

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

5

SECTEURS EN PREMIÈRE LIGNE : UN REPOSITIONNEMENT STRATÉGIQUE NÉCESSAIRE

■ Les secteurs en première ligne

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020 et 2021 (Valeur ajoutée en volume)		Commentaires
<p>Ces secteurs ont été 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.</p>				
1- Services liés à la mobilité et / ou engageant une socialisation	20,8%	-17,6%	18,0%	Ces services sont en première ligne. Ils ont décroché de 60% avec le confinement et seront en recul de -28 % entre le second semestre 2019 et le premier semestre de 2020.
<i>Hébergement et restauration</i>	2,8%	-30,0%	27,1%	<p>Certains secteurs ont peu d'effets d'entraînement (les services aux ménages notamment, l'hôtellerie). La fermeture des magasins spécialisés (avec un faible relais du e-commerce) ou des bars et restaurants a bloqué en revanche des composantes de la chaîne de production amont, produisant de très forts effets collatéraux sur toute la chaîne d'approvisionnement. Sur ces secteurs à très fort BFR, le risque de faillite est considérable.</p> <p>Les possibilités de rattrapage sont inexistantes dans ces secteurs, et les freins sanitaires les pénalisent dans la durée.</p>
<i>Transport</i>	4,4%	-22,5%	21,1%	
<i>Commerce</i>	10,7%	-10,7%	14,9%	
<i>Services aux personnes / activités récréatives, soins, loisirs, culture etc.</i>	2,9%	-23,8%	18,8%	
2- Les industries (y compris la construction) à l'arrêt et/ou très fortement exposées au commerce international	8,3%	-20,3%	18,1%	Ces secteurs de l'industrie et de la construction ont un puissant pouvoir d'entraînement sur le reste de l'économie marchande. Ils amplifient traditionnellement le cycle économique (le secteur des biens d'équipement notamment, paralysé par le gel des projets d'investissement) et ont été pour une large part techniquement à l'arrêt du fait des retombées de la politique de confinement (l'automobile notamment).
<i>Matériel de transport</i>	1,3%	-28,5%	24,2%	<p>La capacité de récupération de l'aéronautique est pénalisée par la crise durable du transport de passagers. L'automobile est exposée à deux forces contradictoires : un repli sur la mobilité individuelle dans un contexte de faibles coûts des carburants ; l'aversion à s'engager dans des dépenses lourdes dans un contexte de repli de l'emploi et du pouvoir d'achat.</p>
<i>Biens d'équipement</i>	1,5%	-20,1%	13,3%	
<i>Construction</i>	5,5%	-18,4%	18,1%	

6

SECTEURS PLUS RÉILIENTS : PRESSIONS FINANCIÈRES ET CONCURRENTIELLES EN VUE

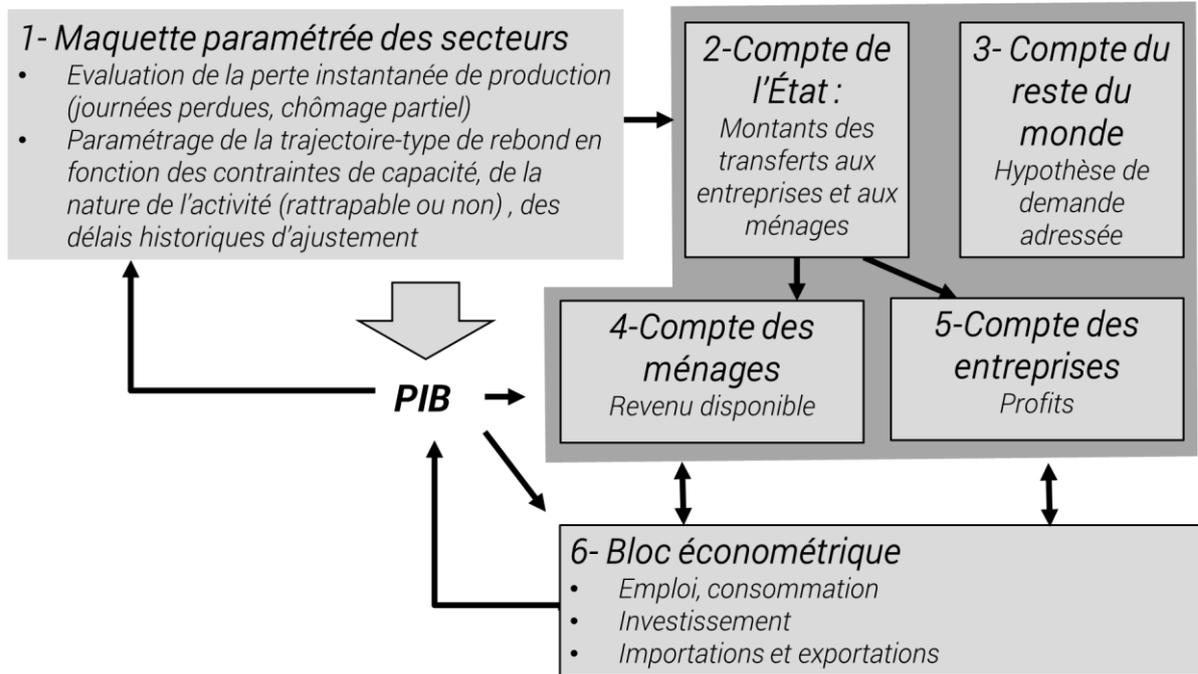
■ Les secteurs suiveurs, entraînés dans la baisse générale de l'activité

Secteurs	Poids PIB	Croissance 2020 et 2021		Commentaires
<p>Ces secteurs occupent des maillons clés des chaînes de valeur industrielles ou de la construction. Ils sont fortement corrélés au cycle industriel et au commerce mondial. La fermeture des commerces spécialisés les a lourdement impactés. Leur sortie de crise sera indexée sur celle des industries motrices (pénalisée notamment par le freinage de l'aéronautique). L'impératif de restauration financière de leurs donneurs d'ordres pèse sur leur redressement.</p>				
3- Les industries et services en amont ou aval des chaînes de valeur	21,8%	-12,1%	9,8%	<p>Tous ces secteurs, ne seront pas confrontés aux mêmes périls. Certains métiers, du fait de leur spécificité ou d'éléments liés à leur modèle d'affaires et de facturation, amortissent le choc, à l'instar de certains SAE (services de sécurité et nettoyage, services d'analyse, essais et inspections techniques, services juridiques ou comptables), l'énergie, les réseaux d'eau potable et d'assainissement, la collecte et le traitement des déchets, la pharmacie.</p> <p>D'autres prennent le choc de plein fouet : intérim, ingénierie, conseil, restauration collective, événementiel, matériaux, etc.</p>
<i>Services aux entreprises</i>	14,1 %	-12,4%	9,8%	
<i>Les autres industries (hors IAA)</i>	5,4 %	-12,6%	11,7%	
<i>Utilities, secteurs de l'énergie et de l'environnement</i>	2,3%	-8,8%	4,4%	

■ Les secteurs résilients ou contra-cycliques, stabilisant à court terme

Secteurs	Poids PIB	Croissance 2020 et 2021		Commentaires
<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%	-2,1%	3,9%	<p>Même si certains des services administrés ont été à l'arrêt (éducation ou certains guichets publics par exemple), ils continuent à contribuer positivement à la croissance. La mobilisation de moyens supplémentaires sur la santé peut marginalement accroître l'activité dans ce secteur.</p> <p>Du côté de la sphère marchande, quelques rares segments résistent à la crise : les télécommunications, dopées par le confinement et le télétravail, de même que la part des IAA qui s'adresse au circuit du commerce de détail.</p> <p>Certains segments n'en sont pas moins négativement impactés (les médias, du fait de la chute des recettes publicitaires, les activités Foodservice des IAA, destinées à la restauration, l'activité des agences immobilières, du fait du gel des transactions dans l'ancien, etc.), les crèches etc.</p>
<i>Les services administrés</i>	22,1 %	-2,0%	3,5%	
<i>La filière alimentaire</i>	3,7 %	-2,9%	3,0%	
<i>Les services financiers</i>	4,5%	2,3%	3,2%	
<i>Services immobiliers</i>	12,4 %	-1,4%	2,6%	
<i>Information et télécommunication</i>	5,6 %	-6,9%	9,3%	

ANNEXE : UN OUTIL SPÉCIFIQUE D'ANALYSE ET DE PRÉVISION DU CHOC



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.