

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

Mise à jour du 26 mars 2020

*Olivier Passet
Alberto Balboni*



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

La pandémie du coronavirus crée un choc d'ampleur inédite. Nous sommes passés d'un choc localisé, menaçant quelques chaînes d'approvisionnement, à un choc généralisé qui altère la dynamique de demande et de production de tous les pays de façon simultanée. Ce type de choc synchrone a une portée en termes d'effets multiplicateurs considérables à échelle mondiale. L'impact se compte en plusieurs points de croissance, comme en 2008, notamment depuis la généralisation du confinement.

2

Nous faisons ici l'hypothèse que le confinement s'étirera sur 45 jours, ce qui constitue une hypothèse plutôt optimiste. Cette contrainte déstabilise massivement l'activité de nombreux secteurs de services, mais aussi de l'industrie (automobile, biens d'équipement, construction) qui se retrouvent à l'arrêt ou quasi-arrêt. Le choc produit selon nos hypothèses un décrochage de 3,3% du PIB en 2020, suivi d'un rebond de 3,0% en 2021.

3

L'économie ne retrouverait son niveau de fin 2019 qu'au quatrième trimestre 2021. Ce qui 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. Plus l'épisode se prolonge et plus la perspective d'un effacement rapide de la crise s'éloigne.

4

Face à un choc concentré et supposé transitoire, les entreprises ne devraient pas procéder à un ajustement massif de leurs capacités dans un premier temps. En conséquence, ce sont les résultats d'exploitation et les trésoreries qui devraient absorber l'essentiel de la secousse à court terme. 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 (chômage partiel, ajournement des dépenses fiscales et d'énergie, etc.).

5

Le choc d'activité sera massif dans certains secteurs de services qui ne sont pas usuellement les plus instables. Les secteurs des transports, de l'hôtellerie-restauration, des services aux ménages (récréatifs, loisir, soins, etc.) et du commerce spécialisé sont en première ligne. À cela s'ajoutent les industries exposées au dévissage du commerce mondial. On peut estimer que le tiers de l'économie pourrait se retrouver en situation sinistrée, avec des effets d'entraînement puissants sur 20% 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, voire en profiter à court terme (la filière agricole et alimentaire, jusqu'au commerce de détail, la pharmacie, les télécom et le secteur financier notamment).

En l'espace de quelques semaines, la crise du COVID19 a pris une nouvelle dimension et profondément changé de nature et de portée au plan économique. Elle pouvait apparaître dans les premiers temps de la propagation du virus comme un choc asymétrique¹, dont l'épicentre était en Asie (Chine, Corée), avec l'Italie comme foyer secondaire. Les premières évaluations parcellaires de l'impact économique de ce choc étaient centrées sur deux canaux de transmission principaux : elles surlignaient les risques de ruptures d'approvisionnement en amont des chaînes de production pour les entreprises occidentales et les retombées sur le commerce international de la brusque embolie de la croissance chinoise.

Ces premières évaluations minimisaient ainsi les effets du choc, ne dépassant pas quelques dixièmes de points de croissance (BCE, OCDE, FMI). Elles intégraient de surcroît l'effet amortisseur des mesures de soutien monétaire et budgétaire proactives des économies avancées et l'effet favorable pour la demande intérieure et les marges des entreprises de la chute des prix du pétrole et des produits de base.

Xerfi a produit le 12 mars une première évaluation du choc du Coronavirus. Cette note prenait acte du fait que l'épidémie était devenue pandémie² en ces termes : « *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 du fait que le choc étant devenu commun à toutes les économies :

« Cette généralisation très probable des mesures visant à éradiquer la contagion change en profondeur la nature du choc que subissent les économies développées :

- Nous sommes passés d'un choc asymétrique à un choc symétrique qui altère la dynamique de demande et de production de tous les pays de façon simultanée. Ce type de choc synchrone a une portée en termes d'effets multiplicateurs beaucoup plus puissante qu'un choc localisé.*
- Nous ne sommes plus sur un risque de décrochage de l'activité de quelques dixièmes de points de croissance, mais bien sûr un risque qui pourrait atteindre plusieurs points de croissance au cours de 6 prochains mois. »*

Cette note a néanmoins été élaborée 6 jours avant que le dispositif de confinement ne soit officialisé en France (décret du 16 mars) et mis en application le lendemain, puis étendu à un nombre croissant de pays développés. Elle estimait à -1,6% le scénario médian de recul du PIB en 2020, en supposant que 10 à 15% de l'économie étaient en voie de paralysie.

Les modalités du **décret du 16 mars**, amènent à réviser substantiellement ce scénario central. **Le décret élargit les contraintes pesant sur la demande et l'offre**, bien au-delà de ce qui avait été incorporé en première hypothèse dans le scénario central du 12 mars. La fermeture des circuits de distribution spécialisés (dont les concessionnaires automobiles), qui met à l'arrêt l'industrie automobile et d'autres industries en amont, les décisions forcées ou volontaires d'arrêt d'activité

¹ Choc de portée très inégale selon les pays, ayant des effets directs et puissants sur certaines économies et indirects et plus diffus sur les économies périphériques.

² 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.

(dans la construction notamment, en dépit de l'accord du 22 mars³), étendent considérablement le périmètre des activités qui sont à l'arrêt total ou partiel (de l'ordre de 25 à 30% de l'économie). Ces secteurs (automobile, construction et commerce spécialisé) ont de surcroît des effets considérables d'entraînement/freinage sur le reste de l'économie. Il paraît raisonnable de considérer que cette situation exceptionnelle durera au moins 45 jours, jusqu'à la fin du mois d'avril. Sur cette base, et sans forcer le trait, nous considérons, au 24 mars, que **la baisse de croissance devrait être supérieure à 3% du PIB, propulsant le déficit budgétaire à près de 7% du PIB.**

1

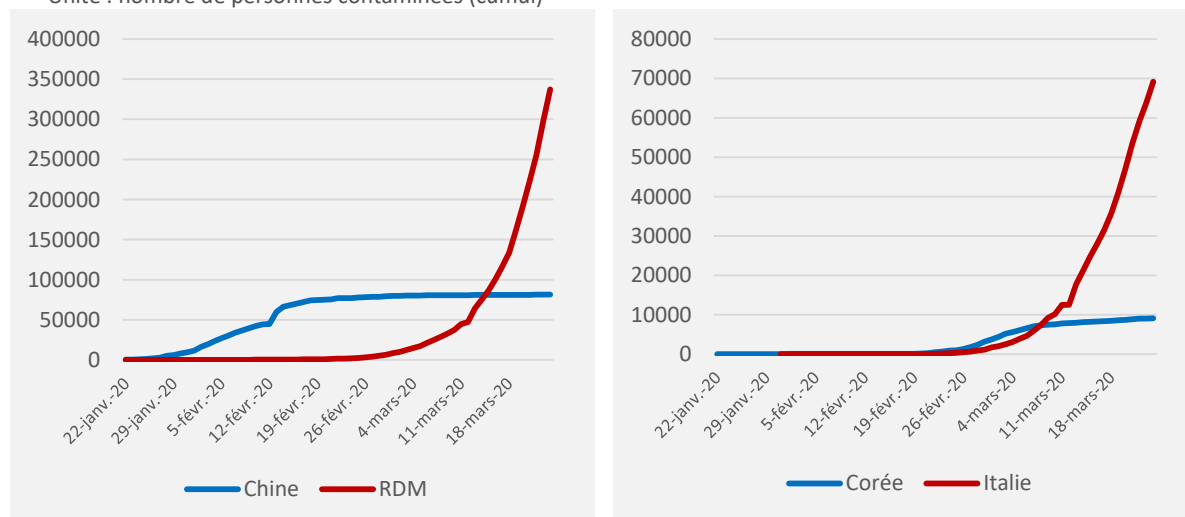
AMPLEUR ET NATURE DU CHOC

Les courbes de propagation du virus fournissent des informations utiles pour cadrer l'exercice et sonder l'horizon de sortie de crise. On peut certes douter de leur exactitude. Elles dépendent de la date de pénétration du virus dans les différentes régions du monde, de la transparence des autorités, de la disponibilité de tests fiables, des pratiques différenciées de dépistage selon les systèmes de santé, du délai de détection de la maladie, qui varie d'un pays à l'autre. Mais les informations compilées de la façon la plus exhaustive possible par la *Johns Hopkins University* délivrent déjà quelques informations décisives pour la suite.

Nous ne sommes encore qu'au début de la pandémie au plan mondial. Cette dernière a dès à présent une ampleur bien plus importante dans le reste du monde développé que dans son foyer d'origine, la Chine, où la progression est stoppée. Dans le monde occidental, les courbes n'ont pris leur trajectoire exponentielle caractéristique d'une épidémie que depuis fin février en Europe et la mi-mars aux États-Unis. Nous sommes donc très loin des pics viraux qui augureraient une levée des mesures de confinement.

■ Progression de la pandémie à travers le monde (jusqu'au 24 mars 2020)

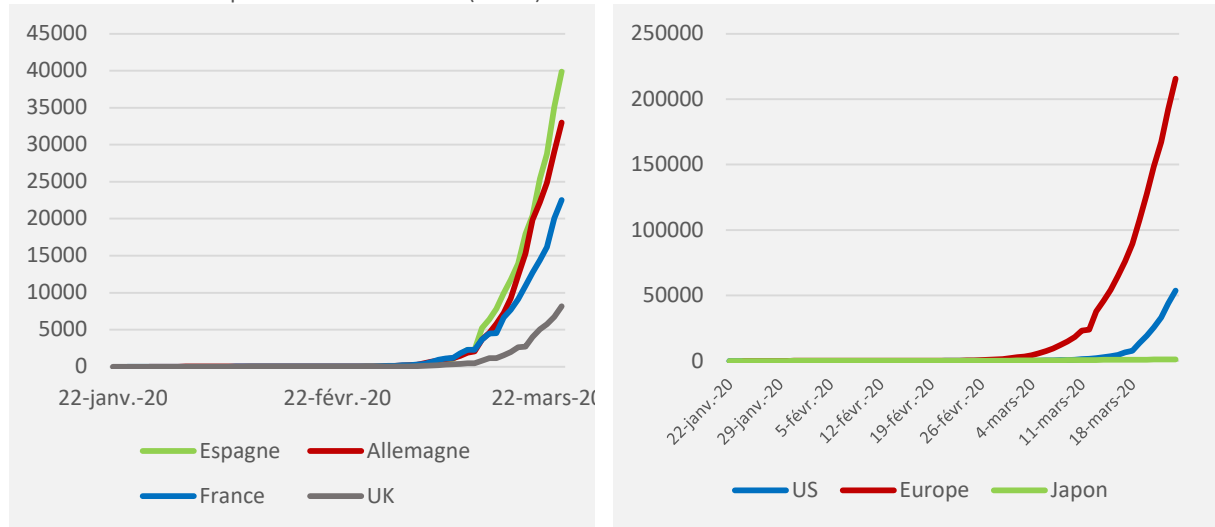
Unité : nombre de personnes contaminées (cumul)



³ Un protocole de la profession signé avec le gouvernement le 22 mars, vise à fixer les conditions sanitaires requises pour reprendre certains chantiers.

■ Progression de la pandémie à travers le monde (jusqu'au 24 mars 2020)

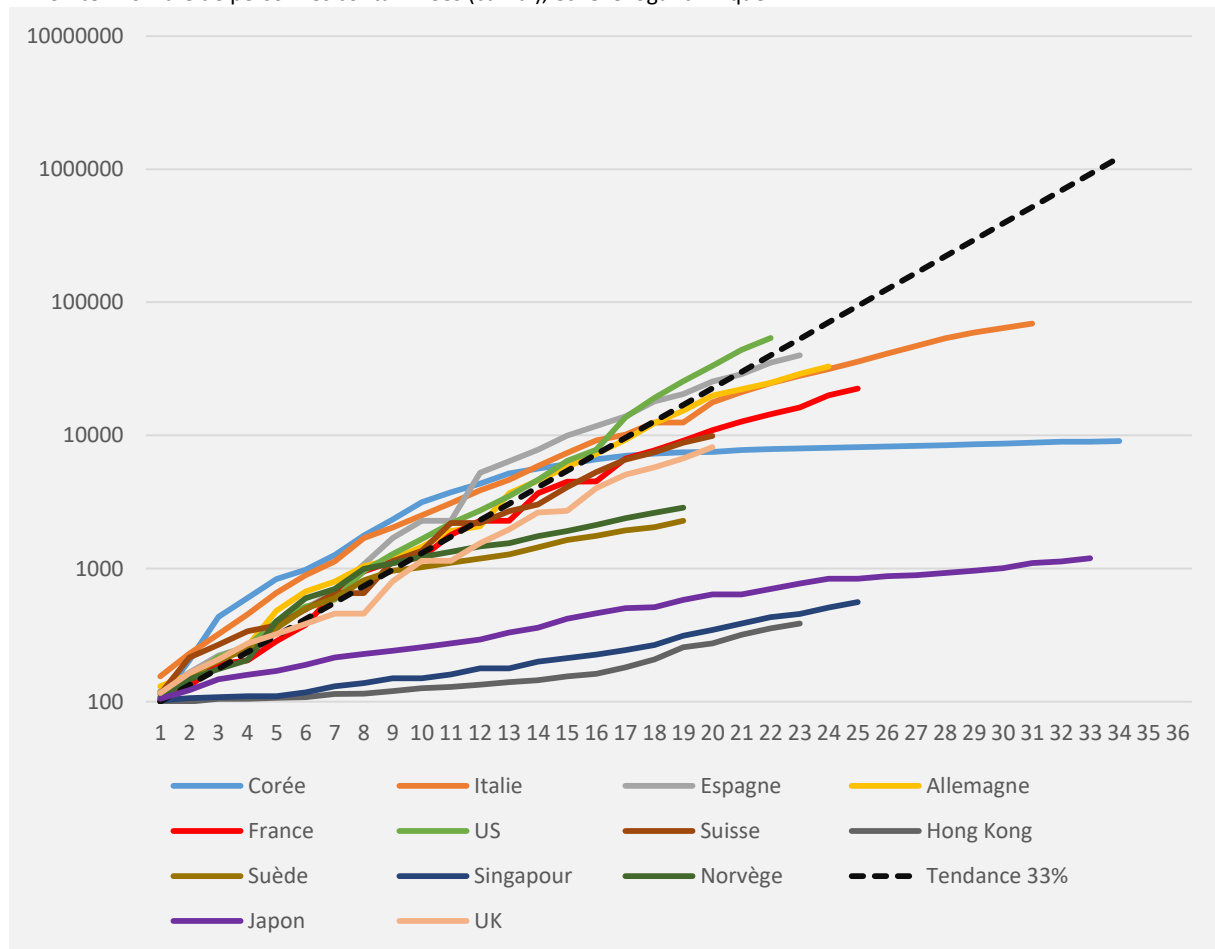
Unité : nombre de personnes contaminées (cumul)



Source : Johns Hopkins University

■ Nombre cumulé de cas, par nombre de jours, à partir du moment où le 100^{ème} cas est dépassé

Unité : nombre de personnes contaminées (cumul), échelle logarithmique



Source : Johns Hopkins University

Les chiffres varient beaucoup en niveau absolu d'un pays à l'autre. Ils délivrent encore de faux messages à ce stade. Ces écarts ne traduisent en fait que des décalages de quelques jours dans la propagation. Le recalage des courbes, à partir du moment où le seuil des 100 patients est atteint par un pays (graphique ci-dessus, en échelle logarithmique pour visualiser les décélérations), montre que les pays développés sont peu ou prou logés à la même enseigne. La France, l'Allemagne, et plus encore l'Espagne, suivent d'assez près la trajectoire italienne avec une semaine à 10 jours de décalage environ. La propagation journalière du virus se fait dans un premier temps à un rythme de hausse journalier de l'ordre de 33%, avant que les mesures de prévention ne freinent à la marge la vitesse de propagation.

Seuls quelques pays / régions ont réussi à ce jour à infléchir de façon décisive la progression du virus : la Chine, Hong Kong, Singapour, le Japon, la Corée et, depuis peu, les pays d'Europe du Nord. Et seuls deux parmi ces derniers, ont réussi à vraiment endiguer l'épidémie (la Chine et la Corée). Ce sont pour la plupart des pays à forte discipline collective et qui ont pris des mesures draconiennes pour stopper la diffusion du virus :

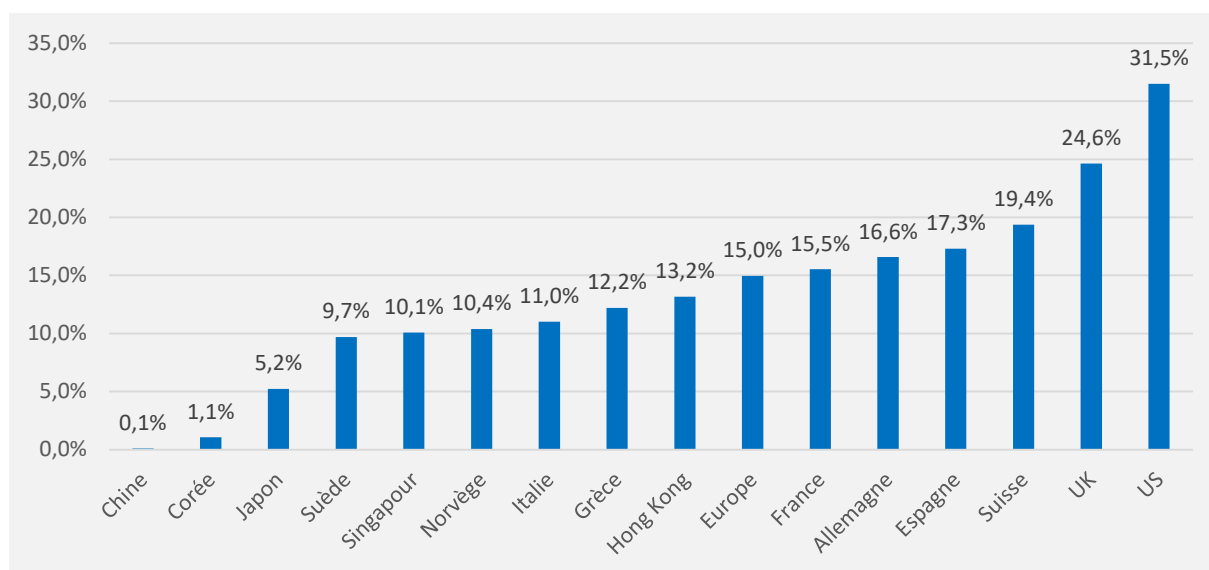
- la Chine (Hong Kong y compris), grâce à des mesures drastiques de confinement, de quarantaine et de limitation de la mobilité, d'arrêt des sites de production ;
- la Corée, sans confinement, grâce à une politique de dépistage, d'information, de traçage des déplacements qui n'a pas d'équivalent ailleurs ;
- le cas du Japon reste discuté, du fait de la faible disponibilité et pratique des tests de dépistage dans ce pays ;
- étonnamment, la Norvège et la Suède connaissent également des trajectoires de propagation ralenties par rapport aux autres pays européens en ayant mis en place des mesures de confinement strictes, similaires à celles de la France, dès le 12 mars, et beaucoup plus tôt au regard de la propagation du virus dans ce pays (une semaine après l'apparition du centième cas, au lieu de deux semaines et demie pour la France). Étonnamment, la Suède obtient le même profil sans mesure intrusive de confinement, concernant les écoles, les restaurants ou les commerces.

Dans la plupart des pays, en dehors de quelques exceptions apparentes (Suède notamment), seuls ceux qui ont pris des mesures extrêmement rigoureuses de limitation des contacts interpersonnels parviennent à infléchir la propagation et à écrêter le pic viral. A ce stade, personne dans la communauté scientifique ne se risque à estimer l'ampleur et la date à laquelle un pic sera atteint. En revanche, l'analyse fine des données disponibles pour la Chine montre que les mesures de confinement et de restriction de la mobilité ont bien un effet tangible sur la dynamique de propagation du virus, la date d'atteinte du pic de contamination et son ampleur.

Et surtout, fait décisif, les États-Unis, première économie mondiale, sont pris inexorablement dans ce mouvement exponentiel, avec une pente de progression plutôt supérieure à celle observée en Europe. Ce pays n'a pas pris encore la mesure de l'ampleur du phénomène faute d'un décompte, d'une mobilisation précoce des autorités de santé et d'une politique homogène et coordonnée. Le choc risque de la sorte d'être considérable aux États-Unis, où la diffusion du virus s'apparente davantage à la dynamique espagnole et surplombe l'Europe, avec une population moindre, au même stade de propagation du virus (22 jours après le décompte du centième cas).

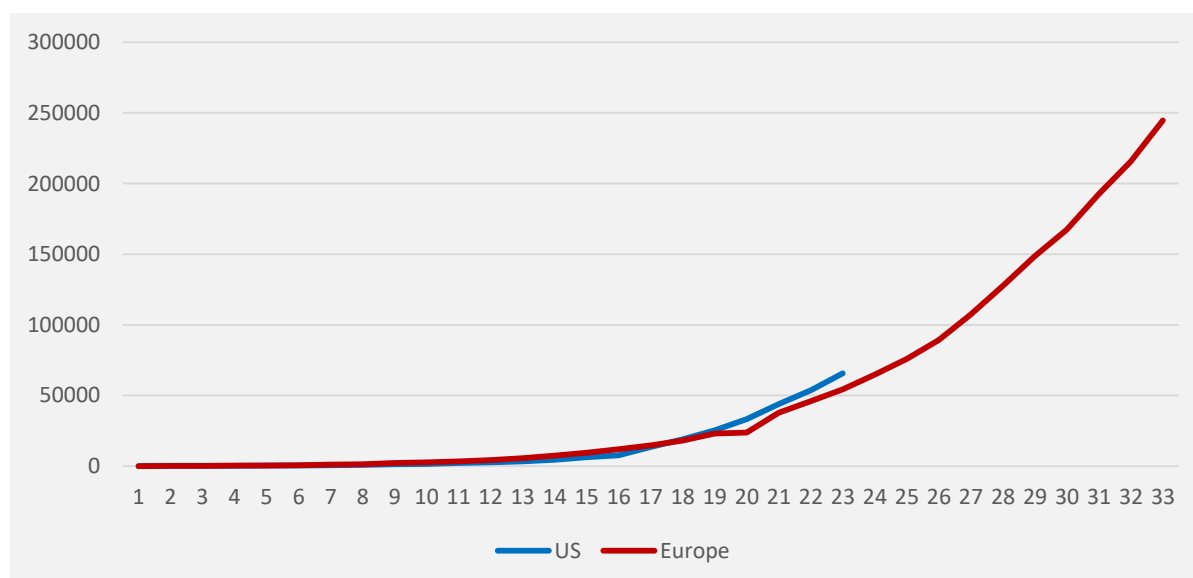
Et même en Italie, où les mesures coercitives de confinement et de restriction de la mobilité et de regroupement sont les plus fortes, la dynamique commence à s'infléchir sensiblement. **Les États-Unis, le Royaume-Uni ou l'Espagne, qui ont tardé à réagir et à sensibiliser leurs populations, ou la Suisse qui se refuse au confinement, sont aujourd'hui sur des pentes de croissance très supérieures à celles des autres pays.** Il va falloir compter dans les prochains jours avec l'emballement des statistiques américaines, lesquelles entraînent un fort risque de déstabilisation plus profonde encore de l'économie mondiale et de la sphère financière.

■ Croissance journalière du nombre de cas, du 19 au 24 mars 2020



Source : Johns Hopkins University

■ Évolution recalée du nombre de cas en Europe et aux US, à partir du 100^{ème} cas



Source : Johns Hopkins University

Cela signifie une chose simple. La plupart des pays du monde (Inde y compris) adoptent de façon quasi-synchrone des mesures de limitation de la mobilité et des regroupements extrêmement contraignantes, qui paralysent l'offre et la demande au plan mondial. La plupart des pays, et notamment le continent américain qui devrait rapidement devenir le premier foyer mondial de l'épidémie, n'ont ni la centralisation ni le degré de coordination de la Chine. Ce qui signifie aussi, que le pouvoir de freinage de l'épidémie n'a pas la même force en occident qu'en Asie et que le pic viral devrait y être beaucoup plus élevé et retardé dans le temps.

Cette généralisation et cet étirement très probable des mesures visant à éradiquer la contagion produisent un choc d'ampleur inégalée sur la production mondiale en temps de paix, plus profond encore que celui de 2008. Contrairement au précédent épisode d'origine financière, où les pays émergents avaient rapidement joué un rôle stabilisant sur la croissance mondiale, aucune région du Monde ne compense de dévissage. Cela nous conduit à surligner et confirmer les conclusions qualitatives déjà formulées lors de la note du 12 mars :

- nous sommes passés d'un choc asymétrique à **un choc symétrique** qui altère la dynamique de demande et de production de tous les pays de façon simultanée. **Ce type de choc synchrone a une portée en termes d'effets multiplicateurs beaucoup plus puissante qu'un choc localisé ;**
- nous ne sommes plus sur un risque de décrochage de l'activité de quelques dixièmes de points de croissance, mais bien sûr **un risque qui pourrait atteindre plusieurs points de croissance** en moyenne annuelle ;
- la question des ruptures techniques de certaines chaînes de production demeure, mais elle est devenue de deuxième ordre ;
- l'horizon de sortie de cet épisode de crise est encore extrêmement incertain au regard des statistiques de propagation de l'épidémie, avec les risques aigus d'amplification systémique, d'ordres financier, social, politique. L'hypothèse de 45 jours de confinement retenue dans cette note, sans conflagration financière ou géopolitique, apparaît plutôt comme un minorant du risque qu'encourent les économies avancées.

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 fragilisées par la séquence des attentats, puis des mouvements sociaux.
- 2- A 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), 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, diffuseront 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 *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 des salaires 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 multiplicateurs sur 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 gérant ce risque que pour le compte de clients. Elles sont en revanche plus directement impactées par l'inversion de la courbe des taux, qui consume leurs marges d'intérêt et par la montée à terme des créances douteuses à leur actif, liée à la forte augmentation du risque de faillite des entreprises.

■ 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	Cette chute impacte indirectement la rentabilité bancaire : – 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	Hausse de l'activité de prêts, notamment des crédits de trésorerie à court terme mais : – 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).

Un scénario de reprise en V reste possible

Face à la gravité de ce choc, aux risques de faillites en chaîne dans le secteur privé, à la dégradation induite des bilans bancaires, à l'effet de freinage que produira l'effort de restauration des trésoreries et des comptes publics et aux changements durables de comportement de mobilité, le scénario en V reste encore possible, mais il est très fragilisé si les mesures de confinement s'étirent jusqu'à l'été. Il sera mécaniquement puissant au troisième trimestre, si les mesures de confinement ne durent pas plus de 45 jours (selon notre hypothèse médiane) mais il risque d'être insuffisant pour compenser l'activité perdue, compte tenu de l'arrière-plan financier et international, qui pourrait créer un effet de « longue traîne ». Les enveloppes de soutien public et monétaire risquent rapidement de se révéler insuffisantes compte tenu de l'ampleur et du risque d'étiement de l'arrêt de l'activité qui touche de plein fouet plus d'un tiers de l'économie, et dont le périmètre pourrait encore s'étendre.

■ Un scénario en V n'est pas certain

Rebond possible à la fin du confinement	Mais risque de crise à double détente, comme en 2008	
Rebond de la Bourse	Risque de surajustement à la hausse sur les prix des matières premières et les produits de base, compte tenu de la destruction des capacités	Fragilité de la sphère financière à surveiller
Restockage		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)
Rattrapage de la demande différée	Effort prolongé de reconstitution de trésoreries , qui freinera au-delà du pic d'épidémie les embauches et l'investissement	Mais risque de restriction du crédit lié à la restauration des ratios de risque ou de liquidité momentanément assouplis
Diminution du taux d'épargne		
Contexte prolongé de faiblesse des taux d'intérêt et de l'inflation	Efforts de consolidation des finances publiques, sur fond de forte dégradation des comptes de l'État	

3

UN AJUSTEMENT TRÈS DIFFÉRENCIÉ SELON LES SECTEURS

L'entrée en confinement de la France à partir du 17 mars, que nous avons considéré comme inexorable dans la note du 12 mars (sans y inclure le commerce spécialisé cependant), amplifie encore considérablement la portée économique de la crise sanitaire. **C'est aujourd'hui un tiers de l'économie qui est paralysé ou proche de la paralysie**, sachant que la plupart des économies périphériques s'alignent sur ce type de mesures.

La crise, à court terme, par effet de diffusion, va impacter 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 Coronavirus, 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 devrait créer un creux d'activité d'ampleur inédite en 2020.

L'hypothèse d'un confinement de 45 jours que nous retenons implique que, sur une année qui compte 253 jours ouvrés et 304 jours ouvrables, **32 jours ouvrés et 38 jours ouvrables sont potentiellement perdus dans les secteurs à l'arrêt**. L'arrêt complet d'activité des entreprises durant le confinement entraîne donc potentiellement une perte de production de l'ordre de 12,5% sur l'année, à supposer que leur chiffre d'affaires revienne immédiatement à ses niveaux d'avant crise par la suite. Certes, l'économie marchande n'est pas complètement stoppée : une part d'activité se poursuit *via* la présence de certaines catégories de personnel ou *via* le télétravail. Et une part de la production est distribuée *via* le commerce alimentaire ou généraliste et le canal de la vente en ligne. On sait aussi que la sphère dite non marchande, dont la valeur ajoutée est évaluée sur la base des coûts engagés (les administrations publiques, l'éducation, la santé, l'action sociale), que les services immobiliers et quelques branches marchandes amortissent l'à-coup (agriculture, les IAA, pharmacie, industries à cycle longs de production telles que l'aéronautique et le ferroviaire, finance, télécommunications, certains services informatiques, la poste, etc.), soit environ 50% de l'économie.

Si l'on prend la mesure du poids des secteurs qui sont en première ligne du choc, les 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 (automobile, biens d'équipement et construction notamment), **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.**

■ Une ampleur d'ajustement très différenciée selon les secteurs

Secteurs les plus directement impactés par le confinement		Tourisme, hôtellerie / restauration / événementiel, culture, divertissement, vie sociale Transport aérien Transport maritime Transport ferroviaire Commerce spécialisé
Secteurs industriels à l'arrêt ou quasi-arrêt technique	30%	Automobile (fermeture des concessions) Construction (l'accord du 23/03 entre gouvernement et fédérations n'atténuera que marginalement l'arrêt des chantiers)
Secteurs industriels très brutalement impactés (perturbation des chaînes de valeur, dévissage de la demande mondiale)		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.
Secteurs suiveurs, dont l'activité est fortement corrélée à celle de l'industrie	20%	Services spécialisés aux entreprises Services administratifs et de soutien aux entreprises Utilities (distribution de l'eau et de l'énergie, retraitement etc.)
Secteurs soumis à des effets positifs ou amortis	50%	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. Commerce de détail alimentaire (achats de stockage, effets de substitution positifs liés à l'arrêt de la restauration) Canaux du e-commerce ou Drive-in Pharmacie Télécommunication, certains services informatiques, banque
Secteurs abrités		Services « administrés » : Santé, hébergement, action sociale, éducation, administration publique. L'immobilier (affecté à la marge par le report partiel des loyers commerciaux)

Ce premier découpage sommaire de l'économie, entre des secteurs qui sont en prise avec une force baissière qui peut atteindre de l'ordre de 12% (laquelle ne peut être que partiellement compensée par une suractivité après confinement), et ceux qui y échappent, permet de prendre la mesure de la puissance du décrochage qui menace l'économie. En première approximation, on perçoit aisément que si la moitié de l'économie se grippe et si aucun effet de rattrapage ne joue ensuite, du fait d'un contexte international délétère, la décroissance annuelle du PIB peut voisiner -5% ou -6% en 2020. Mais le fait que certains secteurs parviennent 1/ à maintenir une part de leur activité ; 2/ à l'écouler ; 3/ à effacer une partie du manque à gagner par la suite, permet d'envisager à ce stade (voir partie suivante), un décrochage moins prononcé de l'activité.

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'arrêt 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 à la marge 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 éventaies et marchés	1
- Commerce de détail hors magasin, éventaies 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

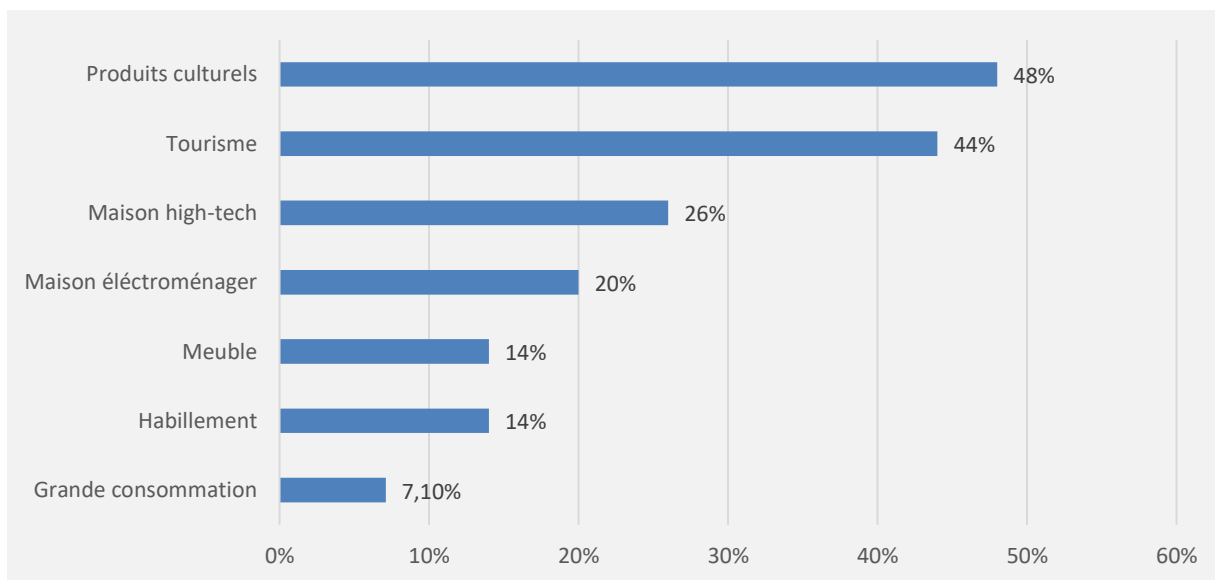
Source : INSEE

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** (comme Ikea), d'autres (comme Bricomarché) 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). L'activité de l'entrepôt de La Redoute à Wattlelos dans le Nord a ainsi été temporairement suspendue le 20 mars.

■ Part de marché du e-commerce par secteur

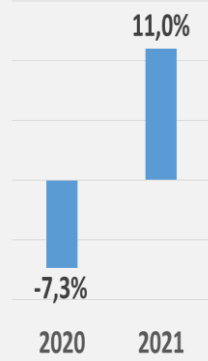
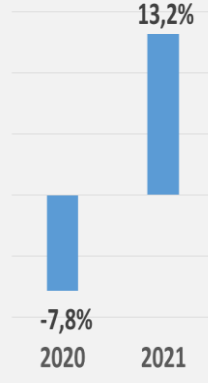


Source : Fevad avec GFK, IFM, Nielsen, PhocusWright

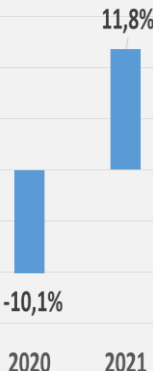
Typologie des secteurs

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.

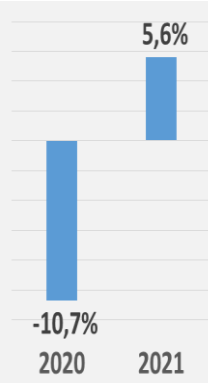
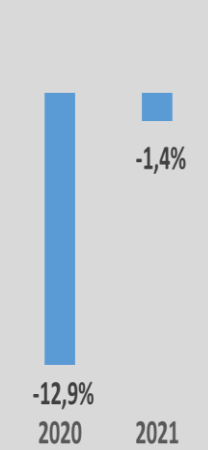
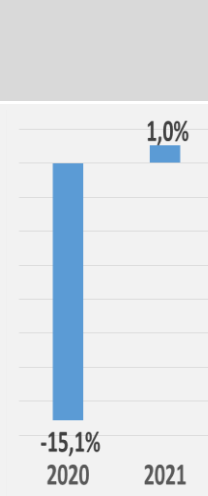
■ Les secteurs en première ligne (1/4)

Secteurs	Poids PIB	Croissance 2020 / 2021	Commentaires éventuels
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.			
1- Services liés à la mobilité et / ou engageant une socialisation	20,8%		Ces services sont en première ligne. Ils pourraient perdre en moyenne plus de 60% d'activité entre mi-mars et fin avril et -16% entre le second semestre 2019 et le premier semestre de 2020. Certains secteurs ont peu d'effets d'entraînement (les services aux ménages notamment, 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%		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 : les comportements de rush à la sortie du confinement, 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%		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
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.			
Commerce	10,7%	 -5,6% 2020 2021 9,4%	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. Commerce de détail spécialisé et de gros non alimentaire tout comme les concessionnaires automobile 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. 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). 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. Le secteur pourrait bénéficier d'effets de rattrapage sur certains segments spécialisés.
Services aux personnes Activités récréatives, soins, loisir, culture etc.	2,9%	 -10,1% 2020 2021 11,8%	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. Seuls les segments des ménages employeur (garde, nurserie, entretien, etc.) et les services à la personne à domicile devraient amortir le décrochage

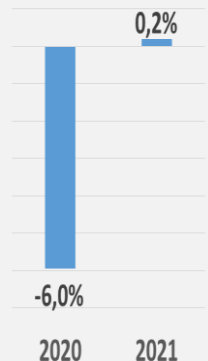
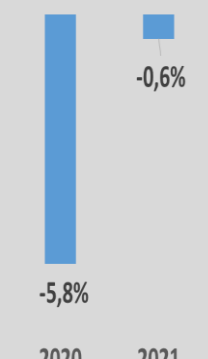
■ Les secteurs en première ligne (3/4)

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020 2021	Commentaires éventuels
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.			
2- Les industries (y.c. la construction) à l'arrêt et/ou très fortement exposées au commerce international	8,3%		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.
Matériel de transport	1,3%		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 renouvelleront pas leur flotte, n'activeront la demande. Le choc intervient alors même que les perspectives de repli étaient fortes, compte tenu des fermetures de sites programmées. 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), le choc est lissé. Mais 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.
Biens d'équipement	1,5%		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. 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.

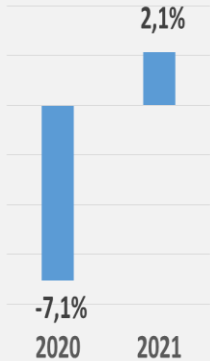
■ Les secteurs en première ligne (4/4)

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020 2021	Commentaires éventuels
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.			
Construction	5,5%	 -9,0% 2020 8,3% 2021	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. 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). 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. L'effet refuge sur la qualité dans l'ancien et le contexte de taux zéro pourrait limiter la baisse des prix immobilier à moyen terme.

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

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020 2021	Commentaires éventuels
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.			
3- Les industries et services, en amont ou aval des chaînes de valeur	21,8 %	 0,2% -6,0% 2020 2021	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 %	 -0,6% -5,8% 2020 2021	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. 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). 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.

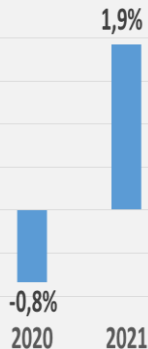
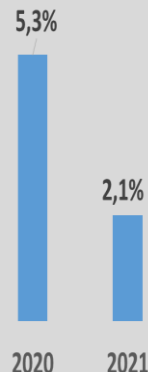
■ Les secteurs suiveurs, entraînés dans la baisse générale de l'activité (2/2)

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020 2021	Commentaires éventuels
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.			
Les autres industries (hors IAA)	5,4 %	 -7,1% 2020 2021 2,1%	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. 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. 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. 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.
Utilities, secteurs de l'énergie et de l'environnement	2,3 %	 -4,3% 2020 2021 -0,1%	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.

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

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020 2021	Commentaires éventuels						
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.									
4- Services administrés et secteurs contra-cycliques	49,1 %	<table><tr><th>Année</th><th>Croissance</th></tr><tr><td>2020</td><td>1,2%</td></tr><tr><td>2021</td><td>1,0%</td></tr></table>	Année	Croissance	2020	1,2%	2021	1,0%	Même si certains de ces services sont à l'arrêt (éducation par exemple ou certains guichets publics), ils continuent à contribuer positivement au PIB.
Année	Croissance								
2020	1,2%								
2021	1,0%								
Les services administrés, principalement non marchands	22,1 %	<table><tr><th>Année</th><th>Croissance</th></tr><tr><td>2020</td><td>1,1%</td></tr><tr><td>2021</td><td>0,1%</td></tr></table>	Année	Croissance	2020	1,1%	2021	0,1%	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. 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.
Année	Croissance								
2020	1,1%								
2021	0,1%								
La filière alimentaire (agriculture + IAA)	3,7 %	<table><tr><th>Année</th><th>Croissance</th></tr><tr><td>2020</td><td>-0,1%</td></tr><tr><td>2021</td><td>0,2%</td></tr></table>	Année	Croissance	2020	-0,1%	2021	0,2%	L'agriculture ne sera pas impactée par la crise, ni en amont ni via les circuits de distribution. 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
Année	Croissance								
2020	-0,1%								
2021	0,2%								

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

Secteurs	Poids dans le PIB	Croissance 2020 2021	Commentaires éventuels						
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.									
Les services financiers	4,5 %	 <table><tr><th>Année</th><th>Croissance</th></tr><tr><td>2020</td><td>2,6%</td></tr><tr><td>2021</td><td>2,2%</td></tr></table>	Année	Croissance	2020	2,6%	2021	2,2%	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. 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. Côté gestion d'actifs et assurance-vie, il est à craindre une bascule des investisseurs sur les fonds monétaires. 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.
Année	Croissance								
2020	2,6%								
2021	2,2%								
Services immobiliers	12,4 %	 <table><tr><th>Année</th><th>Croissance</th></tr><tr><td>2020</td><td>-0,8%</td></tr><tr><td>2021</td><td>1,9%</td></tr></table>	Année	Croissance	2020	-0,8%	2021	1,9%	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. 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.
Année	Croissance								
2020	-0,8%								
2021	1,9%								
Information et télécommunication	5,6 %	 <table><tr><th>Année</th><th>Croissance</th></tr><tr><td>2020</td><td>5,3%</td></tr><tr><td>2021</td><td>2,1%</td></tr></table>	Année	Croissance	2020	5,3%	2021	2,1%	Les secteurs des télécommunications, de l'information et des médias devraient être positivement impactés par le confinement, en termes d'activité et d'audience, notamment les télécommunications et les services informatiques. A terme, néanmoins, les coupes dans les budgets publicitaires risquent d'être problématiques pour les médias.
Année	Croissance								
2020	5,3%								
2021	2,1%								

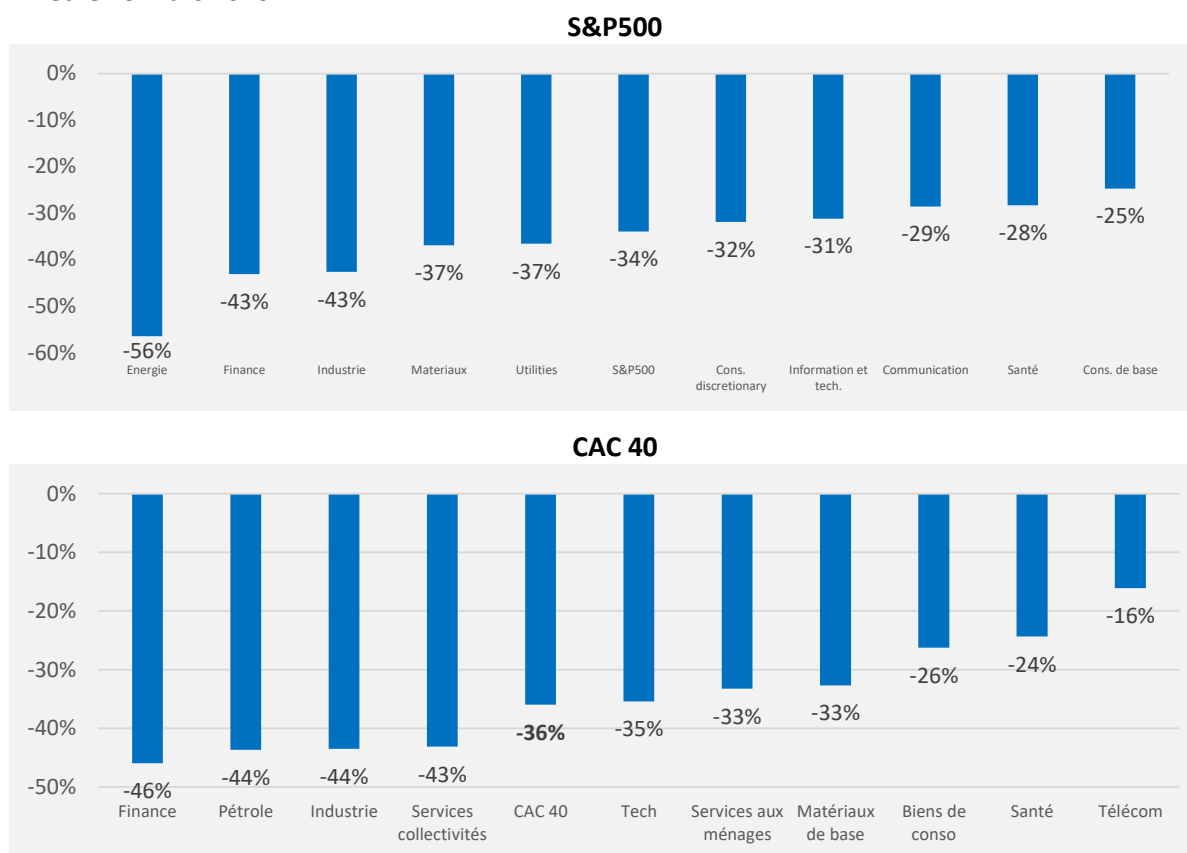
Dynamiques sectorielles également différenciées en bourse

Le décrochage des bourses, en réponse à la crise du Coronavirus, avec un nouveau point bas atteint le 23 mars, confirme la très large diffusion du risque à l'ensemble de la sphère marchande. Toutes les valeurs sont emportées dans le mouvement généralisé de baisse. Ce dévissage d'ampleur égale aux États-Unis et en Europe (-35% environ entre le point haut de février et le dernier point bas du 23 mars) confirme aussi le caractère symétrique du choc. Les marchés n'opèrent pas de discrimination géographique.

La forte dispersion d'exposition des secteurs, est néanmoins apparente :

- sans surprise, les secteurs de la santé, des télécommunications ou la distribution des produits de base sont les moins impactés par le krach aux États-Unis, comme en Europe ;
- énergie, finance et industrie sans logiquement en proie du mouvement de décrochage. Les trois secteurs sont confrontés à des risques de déstabilisation profonde à moyen terme, compte tenu des mouvements de prix et de taux d'intérêt. C'est ce risque de moyen terme, plus que l'impact immédiat de la crise que sanctionne le marché, soulignant les risques d'emballement systémique et d'amplification de la crise par les canaux financiers et commerciaux internationaux.

■ Discrimination sectorielle des risques par la bourse : baisse entre le point haut de février 2020 et le 23 mars 2020



Sources : Boursorama, S&P 500

4

SCÉNARIO MÉDIAN, APRÈS CONFINEMENT

Un nouveau scénario médian de croissance, après confinement

La pandémie du Coronavirus et les mesures de confinement créent une situation d'incertitude économique radicale. Il serait très prématuré de prétendre faire une prévision à ce stade de la crise. **Nous proposons dès lors un scénario médian de croissance, révisé et révisable, (le précédent datant du 12 mars) de -3,3% en 2020 et +3,0% en 2021.** Les risques d'erreur sont évidemment extrêmes. Ce scénario intègre l'impact du confinement, en supposant que ce dernier durera **45 jours, s'étirant jusqu'à fin avril**. Les mesures exceptionnelles de confinement provoquent un dévissage cumulé de l'activité de l'ordre de 10% aux premier et deuxième trimestres. En dépit de l'incertitude qui entoure ce chiffrage, il nous paraît prudent d'intégrer au minimum ce contexte macro-économique dégradé comme base de l'évaluation de la dynamique des marchés et des risques induits sur l'activité des entreprises dans les trimestres à venir. Ce scénario médian sera sujet à de multiples révisions, au fur et à mesure que l'information se précisera. Il est possible qu'à ce stade, il sous-estime le lissage induit par l'inertie des décaissements. L'instabilité infra-annuelle de l'activité est en effet d'une ampleur inédite. Mais compte tenu d'une certaine stabilité sous-jacente de l'emploi (en baisse amortie par l'extension du dispositif de chômage partiel) et des revenus des ménages, notamment du fait du ralentissement de l'inflation et des dispositifs budgétaires et monétaires destinés à préserver les capacités, il existe une puissante force de rappel (technique) pour faire revenir rapidement l'économie dans son couloir de croissance de moyen terme.

Baisse de la trésorerie et hausse de l'épargne : un double à-coup de grande ampleur

Cette dualité inédite entre la dynamique du revenu des ménages 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 (fermeture des circuits de distribution non alimentaire), crée deux à-coups simultanés d'une ampleur considérable : **l'un lié à la baisse sur des marges et de la trésorerie des entreprises**, et par ricochet sur les comptes de l'État, qui tempore le choc par des transferts ; **l'autre lié à la hausse (forcée) du taux d'épargne des ménages**, qui sont dans l'impossibilité réglementaire et fonctionnelle de dépenser leur revenu. Pour prendre la mesure de l'ampleur de ce choc et de l'incroyable instabilité créée sur les profils infra-annuels, il suffit de regarder la part des dépenses de consommation qui est tout ou partie bloquée par le confinement. Cette part est de l'ordre de 45%. Si ce blocage s'étire sur un mois dans un trimestre, cela signifie une contribution de -15 points à la croissance trimestrielle de la consommation et une contribution de près de -6 points à la croissance annuelle de la consommation. Cela aide à comprendre le profil, en première approche insensé, des variations trimestrielles du compte qui est présenté.

L'angle des ménages nous permet de prendre conscience que le confinement produit une **énorme épargne forcée du côté des ménages**. Or, cette épargne forcée 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. Quel profil aura l'activité après le confinement ? Soit ce qui n'est pas dépensé en mars-avril est simplement reporté, rehaussant les trimestres suivants au-dessus de leur niveau normal, et annulant le choc initial. Soit une partie seulement est reportée, atténuant seulement la perte de croissance. Soit l'économie retourne simplement à son

niveau habituel, les ménages conservant leur épargne forcée par précaution : dans ce cas, la de perte de PIB risque de tendre vers -4 ou -5%. Ou pire, les enchaînements catastrophiques, les pertes de revenu, l'amoncellement des dettes privées et publiques, la panique financière la font plonger encore en deçà. Ce scénario n'est pas à exclure.

Une récupération en forme de V encore intégrée dans notre scénario

Notre projection médiane intègre largement la possibilité d'une récupération partielle en forme de V de l'économie. Néanmoins, le choc étant largement centré sur les services, une partie des dépenses perdues n'est pas récupérable, hormis quelques effets de *rush* à la sortie du confinement. De surcroît, 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. L'investissement pourrait être fortement pénalisé, ainsi que la construction, qui était déjà en phase de ralentissement avant le choc sanitaire. Certains secteurs à cycle long de production, comme l'aéronautique ou le ferroviaire, pourraient également mettre en cause leurs plans de charge compte tenu la dégradation de la situation financière des transporteurs. L'automobile pourrait porter également longuement la trace du choc alors que son modèle est déjà en plein doute, ce qui pourrait accélérer la décrue et la concentration des capacités. Le scénario de rebond reste aussi prudent compte tenu du risque d'étiement de la crise plus ou moins prolongé selon les différentes régions du monde. Il existe notamment de gros doutes sur la capacité d'endiguement de l'épidémie sur le continent américain et dans de nombreux pays en développement.

■ Structure de la consommation des ménages

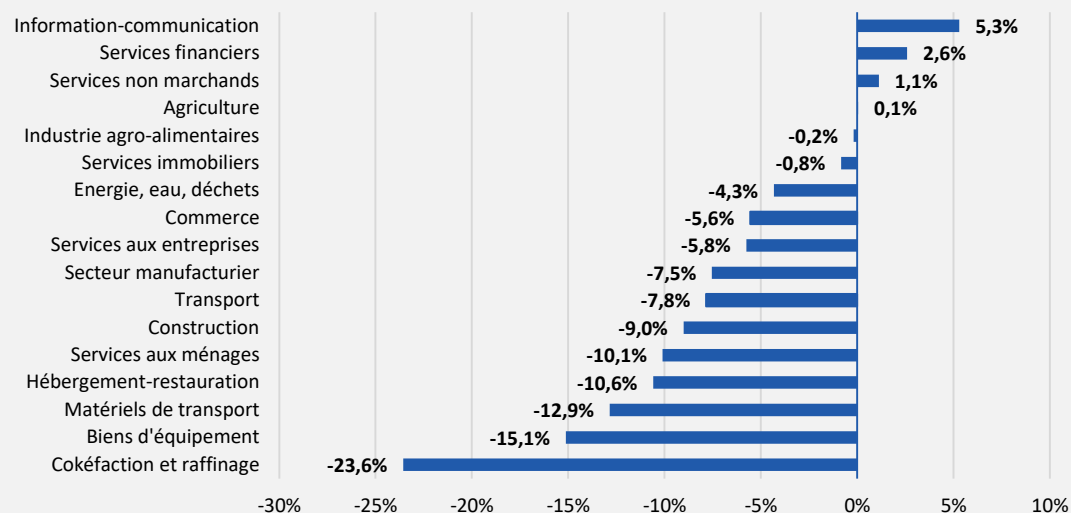
Unités : part en % de la consommation des ménages

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
Outillage 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

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

Unité : % de variation annuelle de la VA en volume

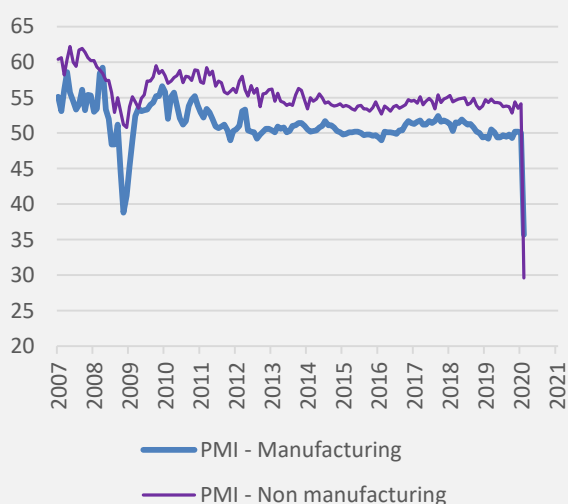


Traitement et projections Xerfi / Source : INSEE

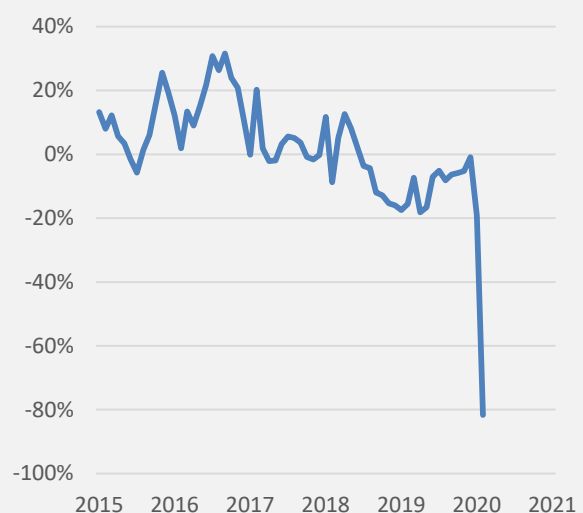
Une rupture d'une ampleur inédite : premiers indicateurs chinois

Les premiers chiffres disponibles dans le cas chinois montrent que les comportements et les anticipations peuvent sortir de leurs couloirs de variation habituels, sans équivalent au regard de la chronique passée. Pour en prendre la mesure, il suffit de considérer les chiffres récents concernant les PMI dans l'industrie, ou les chiffres d'immatriculations sur le marché chinois.

■ PMI chinois



■ Immatriculations de véhicules aux particuliers, glissement annuel



■ Compte emploi-ressource : scénario médian, après confinement (hypothèse : 45 jours)

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	-3,3	3,0	0,3	0,4	0,3	-0,1	-2,0	-6,9	7,7	0,2	0,3	0,5	0,4	0,3
Consommation	54%	0,9	1,2	-3,5	6,9	0,4	0,2	0,4	0,3	-4,0	-11,0	18,0	1,0	0,2	0,4	0,4	0,4
Cons. Publique	24%	0,8	1,3	1,6	0,9	0,2	0,4	0,5	0,5	0,3	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Investissement	23%	2,8	3,6	-8,0	3,9	0,5	1,4	1,3	0,2	-5,1	-17,0	21,7	0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6
Construction	12%	2,1	3,2	-7,5	3,6	0,4	1,7	0,9	0,2	-5,0	-17,0	22,0	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Équipement	5%	2,1	3,6	-10,0	4,4	1,4	0,9	1,2	-0,4	-5,5	-19,0	21,0	2,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,7
Stocks	* 1%	-0,3	-0,4	-0,4	0,5	0,3	-0,2	-0,1	-0,5	-0,1	-0,4	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations	32%	3,5	1,9	-7,4	2,2	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,1	-6,0	-5,0	-2,0	3,0	4,0	3,0	2,0
Importations	33%	1,2	2,2	-8,4	9,2	1,3	-0,2	0,4	-0,4	-4,1	-15,6	17,4	0,4	1,8	2,5	1,9	1,4
Commerce extérieur	* -1%	0,7	-0,1	0,4	-2,2	-0,3	0,0	-0,3	0,1	1,4	3,2	-6,8	-0,7	0,3	0,4	0,3	0,2
Balance courante	**	-15	-19	-15	-40	-5	-6	-6	-1,9	-1	7	-10	-12	-11	-10	-9	-9
Bal. courante (% PIB)		-0,6	-0,8	-0,6	-1,7												
Emploi		1,2	1,0	-0,7	-0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Taux de chômage		9,0	8,5	9,6	10,5	8,6	8,5	8,5	8,2	8,6	9,5	10,1	10,2	10,3	10,5	10,6	10,7
Salaires	***	1,5	1,7	1,6	1,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Inflation		1,8	1,1	-0,1	0,7	0,1	0,4	0,3	0,2	0,1	-1,1	0,0	0,3	0,2	0,2	0,5	0,5
Solde sect. public	**	-59	-77	-162	-78												
Solde sect. public (% PIB)		-2,5	-3,2	-6,9	-3,2												
Dette publique (% PIB)		98	101	112	108												
PIB nominal	**	2 354	2 420	2 331	2 413												

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