

16 mars 2021

- Le PIB en France a chuté de 8,2 % en 2020, avec un profil heurté en cours d'année. Au total, la contraction de l'activité a été un peu moins prononcée que ce que nous prévoyions en décembre, même si elle demeure d'ampleur historique. L'effet du deuxième confinement sur l'activité a été moindre qu'attendu, en raison de mesures plus ciblées et d'une meilleure capacité d'adaptation de l'économie à la situation sanitaire.
- Sous l'hypothèse que le premier semestre resterait en moyenne marqué par des restrictions sanitaires, l'activité se maintiendrait sur la première partie de l'année 2021. Ceci est cohérent avec nos enquêtes de conjoncture à début mars. Puis l'activité économique se redresserait nettement à partir du second semestre 2021, dès lors que la progression de la vaccination permettrait la levée progressive des restrictions sanitaires, entraînant un rebond de la consommation des ménages.
- Sur l'ensemble de l'année 2021, le PIB progresserait de 5,5 %, soit un peu plus que dans notre prévision de décembre, la moindre progression sur le premier semestre 2021 étant compensée à la fois par la meilleure résistance de l'activité fin 2020 et par une activité plus dynamique au second semestre 2021. Le rebond se prolongerait en 2022, avec une croissance toujours très vigoureuse, d'environ 4 %, et le niveau d'activité pré-Covid serait de nouveau atteint d'ici le milieu de l'année.
- Le rebond attendu de la consommation des ménages apparaît d'autant plus probable que leur revenu a été globalement préservé pendant la crise, grâce, à la fois, aux amortisseurs publics et à une résistance notable du marché du travail.
- La dégradation de l'emploi serait en effet nettement moins prononcée qu'attendu dans notre projection de décembre, l'ajustement au choc d'activité s'étant fait davantage que prévu par le nombre d'heures travaillées plutôt que par les effectifs. Le chômage resterait significativement inférieur à 10 % au cours de 2021, avant de diminuer de nouveau ensuite, au-dessous de 9 % à la fin de notre horizon de prévision.
- L'inflation serait assez volatile en 2021, évoluant en glissement annuel entre 0,5 % et 1,5 %, mais resterait très modérée sur l'ensemble de notre horizon de projection, autour de 1 %, en moyenne.
- Les aléas pouvant affecter cette projection restent importants en raison notamment des fortes incertitudes sanitaires. Sur la base essentiellement d'hypothèses alternatives en termes de situation sanitaire, nous continuons donc d'encadrer cette trajectoire centrale par deux scénarios, mais de façon plus symétrique que dans notre prévision de décembre dernier.

SYNTHÈSE DES PROJECTIONS FRANCE

	2019	2020	2021	2022	2023
Croissance du PIB réel^{a)}	1,5	- 8,2	5,5	4	2
IPCH	1,3	0,5	1,1	0,9	1,1
IPCH hors énergie et alimentation	0,6	0,6	0,9	0,9	1,0
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	8,4	8,0	8,9	9,3	9,0
Créations nettes d'emplois (en milliers, moyenne annuelle) ^{b)}	326	- 310	0	25	125

Données corrigées des jours ouvrables. Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

a) Projections arrondies à 0,5 point de pourcentage.

b) Projections arrondies aux 25 000.

Source : Insee jusqu'au quatrième trimestre 2020 (comptes nationaux trimestriels du 26 février 2021), projections Banque de France sur fond bleuté.

La baisse de l'activité fin 2020 a été moins prononcée que prévu et un net rebond serait attendu au second semestre 2021

La contraction de l'activité de 8,2 % en 2020 a été moins prononcée qu'escompté dans nos projections macroéconomiques de décembre 2020 (-9 %), du fait notamment d'une rechute du PIB (-1,4 %) finalement relativement contenue au quatrième trimestre. Le caractère ciblé des restrictions mises en place en novembre-décembre 2020 et l'adaptation des entreprises et des ménages à cet environnement contraint, ont permis de réduire considérablement l'impact économique du deuxième confinement en comparaison du choc de mars-avril 2020. Certes, la consommation des ménages a fortement baissé au quatrième trimestre (-5,4 %) mais l'investissement des ménages (4,2 %) et celui des entreprises (0,9 %) se sont montrés résilients et le rebond des exportations s'est poursuivi (5,8 %).

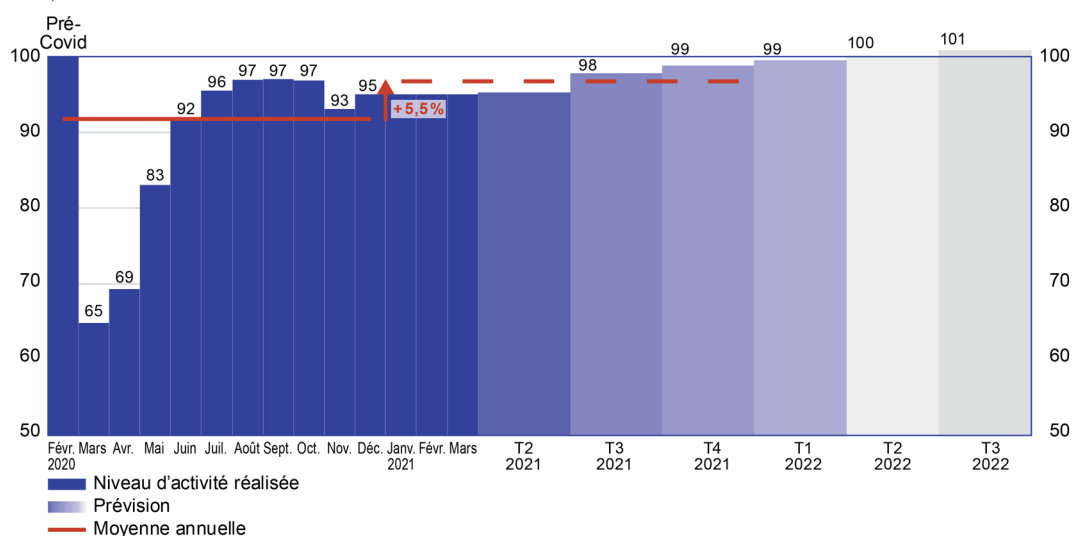
Notre scénario central pour 2021 repose sur un certain nombre d'hypothèses. D'une part, l'environnement international et financier, arrêté le 16 février (cf. tableau A en annexe) est celui des projections de l'Eurosystème pour l'ensemble de la zone euro. La révision à la hausse de la demande mondiale adressée à la France est globalement contrebalancée par l'augmentation du prix du pétrole et des matières premières. Les nouvelles mesures annoncées par l'Administration américaine (« plan Biden »), non encore complètement finalisées, ne sont pas prises en compte dans le scénario central de cette projection mais dans les aléas pouvant l'affecter (cf. la dernière partie de cette publication). D'autre part, et surtout, les évolutions économiques restent conditionnées à la situation sanitaire. Nous faisons l'hypothèse que l'ensemble du premier semestre pourrait être marqué par une combinaison de périodes de durcissement des mesures et de périodes de relâchement relatif mais, qu'en moyenne, la contrainte portée sur l'activité économique serait comparable à celle de ce début d'année. Dans ce scénario central, c'est en effet le déploiement large des vaccins dans la population à compter du second semestre et leur efficacité face aux variants qui seraient en mesure de ralentir significativement la pandémie et de permettre la levée progressive des restrictions.

L'activité demeurerait seulement stable au premier semestre 2021, ce que confirment à ce stade les indicateurs de court terme disponibles depuis début janvier.

Au troisième trimestre en revanche, la consommation des ménages et l'activité rebondiraient nettement et cet élan se poursuivrait en fin d'année 2021 puis au début 2022. L'année 2022 serait également une année de rattrapage et la croissance resterait forte (4 %), tirée par la consommation des ménages. Le niveau d'activité de la fin d'année 2019 serait ainsi atteint autour de mi-2022. Le graphique 1 montre le profil de retour à ce niveau d'activité « normal ». L'année 2023 serait ensuite une année de normalisation avec un rythme de progression de l'activité toujours significatif mais qui se rapprocherait progressivement de la croissance potentielle que nous connaissons avant la pandémie.

Graphique 1 : Évolution de l'activité économique

(en % de l'activité pré-Covid)



Note : Les lignes rouges correspondent au niveau moyen du PIB en 2020 et 2021 pour un niveau moyen de 2019 normalisé à 100.

Sources : Insee jusqu'au quatrième trimestre 2020, projections Banque de France.

La hausse du taux de chômage resterait contenue sur la première partie de l'horizon de prévision. Le chômage décroîtrait de nouveau ensuite

Les pertes d'emplois ont été relativement contenues en 2020 au regard de la chute du PIB, avec un recul de $-1,4\%$ sur un an fin 2020, soit $-400\,000$ emplois (au sens des comptes nationaux trimestriels). Cette évolution est largement plus favorable que nos anticipations et il apparaît que le dispositif d'activité partielle a joué un rôle très puissant d'amortisseur. En glissement sur un an, le volume d'heures travaillées baisse lui, en effet, de $7,3\%$ au quatrième trimestre 2020, une chute supérieure à celle du PIB ($-4,9\%$). L'ajustement du marché du travail à l'activité s'est donc fait, pour l'instant et contrairement à l'habitude (en 2008-2009 par exemple), essentiellement par les heures par tête et beaucoup moins par le nombre d'emplois (cf. graphique 2). Cette situation se prolongerait au premier semestre 2021.

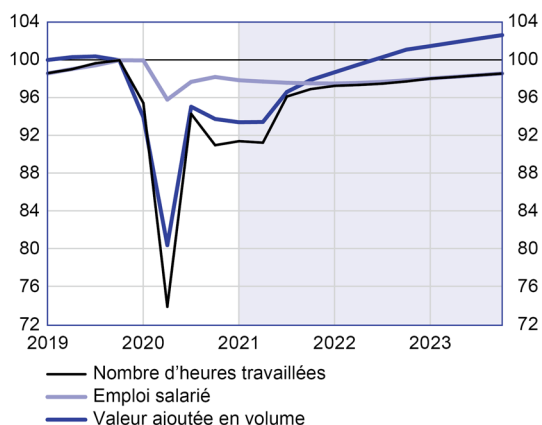
Pour la fin 2021 et le début 2022, l'évolution de l'emploi devrait profiter d'un contexte où l'amélioration de la situation sanitaire permettrait de lever la plupart des restrictions. Mais, dans le même temps, elle pourrait être freinée par l'arrivée à échéance d'un certain nombre de dispositifs publics et une forme de « rattrapage » des faillites non observées en 2020.

Nous retenons ainsi dans notre scénario central un point bas d'emploi en fin d'année 2021, avant un redressement en 2022-2023. La productivité par tête gagnerait en vigueur à partir de mi-2021 et serait très vigoureuse en 2022 avant de revenir vers des rythmes de progression plus habituels en 2023.

Dans ces conditions, le taux de chômage (cf. graphique 3) connaîtrait un pic en fin d'année 2021 proche de $9,5\%$. Mais celui-ci serait très inférieur à ce que nous envisagions encore en décembre. Il amorcerait ensuite une décrue, suivant en cela, avec un petit décalage dans le temps, le rebond de l'activité économique pour passer en dessous de 9% en fin d'horizon de projection.

Graphique 2 : Niveau des heures travaillées, de l'emploi salarié et de la valeur ajoutée

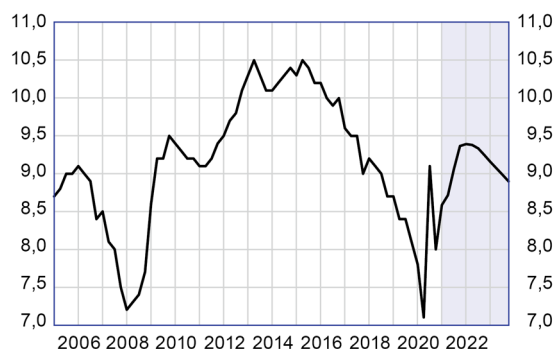
(secteur marchand, base 100 = T4 2019)



Sources : Insee jusqu'au quatrième trimestre 2020, projections Banque de France sur fond bleuté.

Graphique 3 : Taux de chômage

(BIT, en % de la population active, France entière)



Sources : Insee jusqu'au quatrième trimestre 2020, projections Banque de France sur fond bleuté.

À partir de mi-2021 l'activité serait portée par le rebond de la consommation privée, tandis que l'investissement demeurerait dynamique

En moyenne sur l'année 2021, la croissance du PIB de $5,5\%$ serait tirée par le rebond de la consommation des ménages, le soutien de la demande publique, et la résistance de l'investissement (cf. graphique 4).

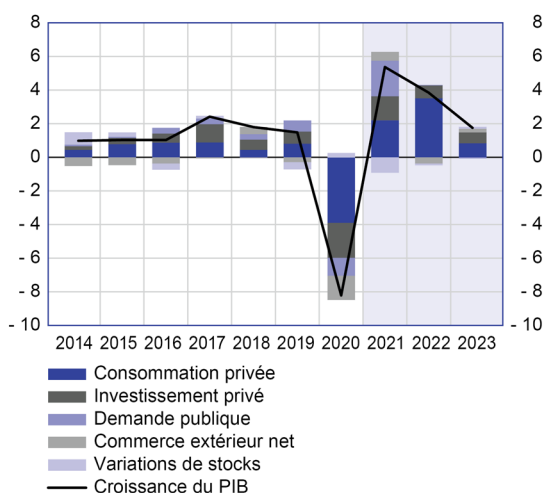
La consommation des ménages serait toujours restreinte début 2021 par la prolongation des mesures sanitaires, comme le couvre-feu et les confinements locaux. À mi-2021, elle serait encore inférieure de 6% à son niveau de la fin 2019. En miroir, le taux d'épargne des ménages resterait élevé au premier semestre 2021, comme au second semestre 2020. Le surplus d'épargne financière des ménages accumulé depuis mars 2020 continuerait donc d'augmenter jusqu'à la mi-2021 (cf. graphique 5).

Chaque trimestre, les ménages épargnent une partie de leur revenu, qui dans le cas de l'épargne financière correspond à la différence entre leur revenu disponible et leurs dépenses de consommation et d'investissement-logement. Nous mesurons alors le surplus depuis le début de la crise sanitaire comme l'écart cumulé entre l'épargne financière observée ou projetée chaque trimestre, et celle qui aurait été réalisée si les dépenses et les revenus des ménages avaient continué de croître depuis la fin 2019 sur leur rythme antérieur. Ce surplus d'épargne financière atteindrait un pic autour de 165 milliards d'euros fin 2021 (après 110 milliards d'euros fin 2020).

Puis, la reprise de la consommation des ménages serait vigoureuse au second semestre 2021, étroitement liée à l'allègement progressif des conditions sanitaires. Le taux d'épargne baisserait alors nettement, pour repasser au-dessous de son niveau d'avant-crise au cours de l'année 2022 (avant de remonter ensuite un peu vers des niveaux plus habituels).

Graphique 4 : Contributions à la croissance du PIB

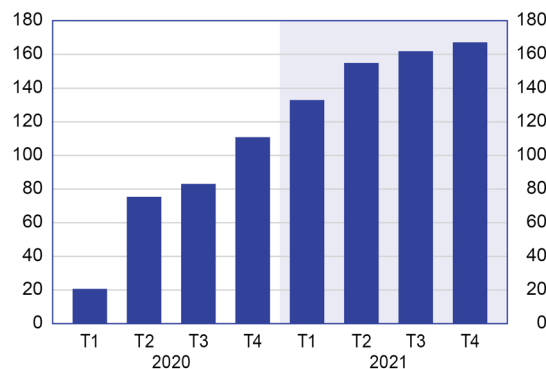
(croissance en %, contributions en points de pourcentage, moyenne annuelle)



Note : La demande publique regroupe la consommation et l'investissement publics. L'investissement privé regroupe l'investissement des entreprises et celui des ménages. Sources : Insee jusqu'au quatrième trimestre 2020, projections Banque de France sur fond bleuté.

Graphique 5 : Surplus d'épargne financière des ménages

(en milliards d'euros)



Note : Surplus d'épargne financière cumulé en écart à son évolution tendancielle pré-crise. Sources : Insee jusqu'au quatrième trimestre 2020, projections Banque de France sur fond bleuté.

La demande publique stimulerait également l'activité en 2021, grâce à l'effet conjugué du retour à la normale de l'activité du secteur public et du rebond de l'investissement public impulsé par le plan de relance. Celui-ci soutiendrait également l'investissement des entreprises. Les dépenses des entreprises ont été moins sensibles qu'attendu à la baisse de l'activité en 2020, mais elles seraient en contrepartie un peu moins réactives au rebond de 2021, le taux d'investissement atteignant un pic en 2020.

Les performances à l'exportation de la France, mesurées par le rapport des exportations à la demande qui est adressée par nos partenaires, se sont fortement affaiblies au printemps 2020 mais se sont ensuite redressées en fin d'année, même si elles n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant-crise. En 2021, la demande mondiale adressée à la France par ses partenaires, plus allante, et la stabilisation des performances à l'exportation permettraient d'atteindre une contribution positive du commerce extérieur à la croissance en 2021, après une contribution très négative en 2020 (- 1,5 point de pourcentage). Elle redeviendrait provisoirement négative en 2022 du fait d'un pic d'importations dans le sillage du rebond de la consommation des ménages, puis à peu près nulle en 2023.

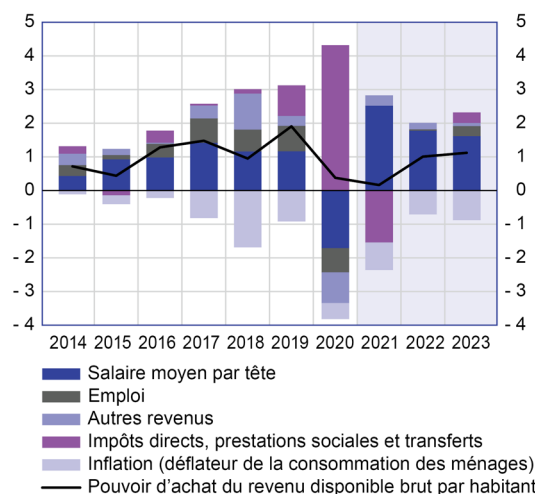
Les mesures publiques ont soutenu les revenus des ménages et des entreprises, et la reprise économique prendrait ensuite le relais

La relative résilience du marché du travail et l'ampleur des amortisseurs publics ont permis de préserver le pouvoir d'achat des ménages en 2020 (cf. graphique 6) même si cette vision agrégée masque évidemment des situations très différentes selon les catégories de ménages. Le revenu réel des ménages progresserait en moyenne de 2021 à 2023 à mesure que la situation économique se redresserait.

S'agissant des entreprises, leur taux de marge s'est replié en 2020, de 33,2 % à 29,3 % (y compris l'effet de contrecoup du « double compte » CICE – crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – en 2019 pour environ – 1,5 point). L'ampleur du chômage partiel et des mesures de soutien comme le fonds de solidarité n'ont en effet pas compensé en totalité la forte chute de l'activité. Le taux de marge se redresserait néanmoins nettement en 2021 et surtout 2022. D'une part, le poids de la masse salariale serait allégé par le rebond de l'activité et d'autre part, les mesures de soutien aux entreprises prévues dans le plan de relance avec la baisse des impôts de production et certaines subventions à l'investissement soutiendraient les marges des entreprises.

Graphique 6 : Contributions aux gains de pouvoir d'achat des ménages et gains de pouvoir d'achat par habitant

(croissance en %, contributions en points de pourcentage, moyenne annuelle)



Sources : Insee jusqu'au quatrième trimestre 2020, projections Banque de France sur fond bleuté.

L'inflation serait assez volatile et rebondirait temporairement en 2021, mais demeurerait contenue en 2022 et 2023

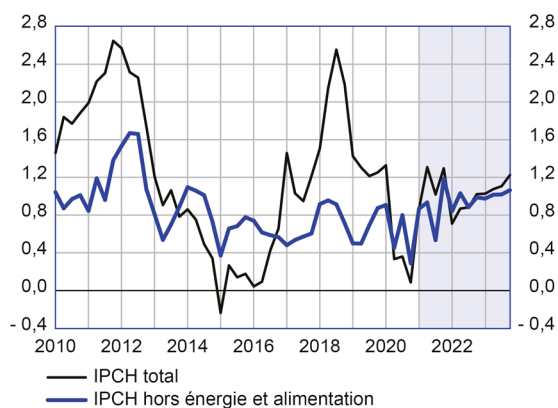
L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a surpris à la hausse en janvier 2021 du fait d'une conjonction de trois facteurs. D'une part, depuis nos projections de décembre 2020 le prix du pétrole s'est significativement redressé (pour atteindre 59,4 dollars le baril en janvier 2021, soit 16 dollars au-dessus des hypothèses de la prévision de décembre 2020). D'autre part, le décalage des soldes d'hiver a conduit à un pic, résorbé en février, dans l'inflation des produits manufacturés. Enfin, les prix des services ont été moins atones que prévu à court terme du fait de hausses de prix ponctuelles dans certains secteurs, notamment communications et transports aériens.

En prévision, la progression de l'IPCH total resterait en moyenne très modérée, à 1,1 % en 2021, l'IPCH hors énergie et alimentation progressant de 0,9 %. Ces révisions haussières par rapport aux projections très basses de notre publication de décembre 2020 reflètent à la fois les surprises positives de janvier 2021, la révision à la hausse du prix du baril de pétrole (à 59 dollars par baril en 2021 sur la base des contrats des « futures », soit près de 15 dollars au-dessus de notre hypothèse de décembre) et un marché de l'emploi moins dégradé.

Les profils de l'IPCH et de l'IPCH hors énergie et alimentation seraient cependant heurtés en 2021 (cf. graphique 7). et nous cherchons à clarifier dans l'annexe D une des causes de cette volatilité : les effets induits par l'actualisation des pondérations de l'IPCH, reflétant les

Graphique 7 : IPCH et IPCH hors énergie et alimentation

(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Sources : Insee jusqu'au quatrième trimestre 2020, projections Banque de France sur fond bleuté.

changements inhabituels de la structure de consommation des ménages en 2020 liés à la crise sanitaire. Ces effets seraient en moyenne nuls sur l'année 2021 mais provoqueraient des à-coups, notamment pendant l'été.

Au-delà de 2021, l'IPCH hors énergie et alimentation progresserait toujours de façon modérée, de 0,9 % en 2022 et 1,0 % en 2023, et l'IPCH total évoluerait quant à lui à un rythme de 0,9 % en 2022 et 1,1 % en 2023. L'inflation serait faiblement révisée par rapport à nos projections de décembre, sous l'effet de changements dans le profil de l'évolution du chômage contrebalancés par l'hypothèse de prix du pétrole décroissants en 2022 et 2023 d'après les *futures*.

Après une forte hausse en 2020, le déficit public resterait élevé en 2021 avant de se réduire progressivement avec la reprise de l'activité ; la dette atteindrait un peu plus de 115 % du PIB en 2023

La prolongation des mesures d'urgence du fait du maintien des restrictions sanitaires et la montée en charge du plan de relance conduiraient à un déficit public qui resterait élevé en 2021 à -7% du PIB après s'être fortement dégradé entre 2019 et 2020 (à -8% du PIB en 2020 dans notre projection ; l'Insee publiera la première notification du déficit et de la dette publics 2020 le 26 mars 2021). Cette projection est construite sur un scénario de maintien des mesures de restrictions sanitaires – et donc des mesures de soutien associées – pour maîtriser la propagation de l'épidémie au cours du premier semestre 2021. Le déficit se réduirait ensuite progressivement à la faveur du retour de la croissance, de la fin de mesures exceptionnelles et du versement des fonds européens, à un niveau autour de -4% du PIB en fin d'horizon de prévision, malgré la poursuite du plan de relance.

En l'absence de mesures de consolidation budgétaire, le déficit public resterait donc supérieur à celui prévu avant la crise sanitaire ainsi qu'au déficit public stabilisant le ratio de dette. Sous ces hypothèses, le ratio de dette continuerait à augmenter après le niveau élevé atteint en 2020 (113 % du PIB dans notre projection), jusqu'à un peu au-dessus de 115 % du PIB en 2023.

Cette projection est sujette à plusieurs facteurs d'incertitudes tant sanitaires que macroéconomiques

Cette projection reste particulièrement liée à l'évolution de la situation sanitaire en France et dans le monde, qui pourrait jouer à la hausse comme à la baisse. Ce degré élevé d'incertitude nous conduit à encadrer notre projection par deux scénarios alternatifs, l'un reposant sur des hypothèses sanitaires plus sévères, l'autre sur un environnement plus favorable (cf. encadré).

Outre l'incertitude concernant l'évolution de l'épidémie et des mesures sanitaires qui nous ont conduits à envisager les deux scénarios alternatifs décrits dans l'encadré, des aléas macroéconomiques peuvent affecter cette projection dans un sens plus défavorable, mais aussi plus favorable.

D'un côté, des tensions sur la situation financière des entreprises, qui se sont substantiellement endettées pendant la crise sanitaire pour couvrir leurs besoins en trésorerie, pourraient freiner leurs dépenses d'investissement ou leurs embauches. À l'inverse, à court terme, la croissance au premier trimestre pourrait être un peu plus forte que projetée au moment de la finalisation de cette prévision, au vu des indicateurs les plus récents, par exemple de production industrielle de janvier. Ensuite, l'ampleur de la consommation du surplus d'épargne d'abord accumulé par les ménages pourrait être plus importante, et son rythme plus rapide que dans notre prévision centrale. Au plan international, les mesures de relance annoncées par l'administration américaine, non prises en compte dans cette projection, seraient de nature à stimuler la demande mondiale et la confiance, même si leur effet direct sur la France resterait probablement limité en comparaison de l'effet important aux États-Unis mêmes.

Par ailleurs, le contexte macroéconomique général semble plutôt de nature à limiter le dynamisme des prix, et cela risquerait d'être encore plus le cas si la croissance décevait. À l'inverse, l'inflation pourrait se redresser plus franchement à mesure que la situation macroéconomique s'améliorerait, en particulier si les surcoûts occasionnés par les mesures sanitaires s'avéraient plus durables, si la forte hausse récente des prix d'un certain nombre de matières premières et de produits tels que les semi-conducteurs se poursuivait et si certains secteurs, au moment du rebond, devaient et pouvaient rétablir leur profitabilité.

Des scénarios alternatifs permettent de prendre en compte différentes évolutions possibles de la pandémie, avec des impacts très différents sur la reprise économique

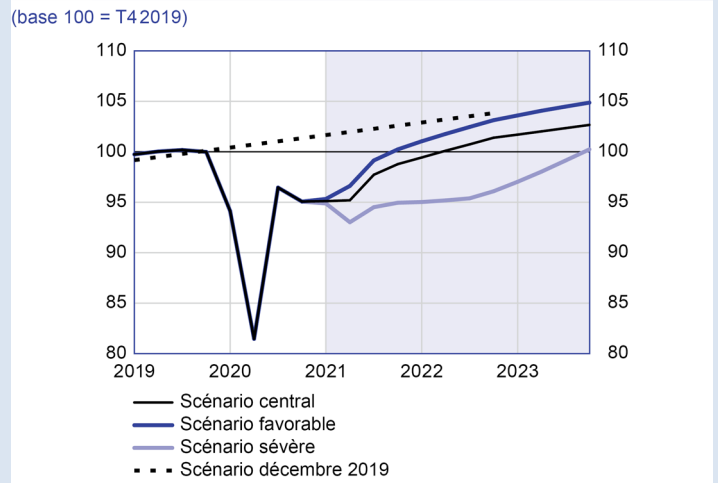
Comme depuis le début de la crise liée à la pandémie de Covid-19, les incertitudes très fortes sur le plan sanitaire nous conduisent à envisager deux scénarios reflétant des dynamiques « favorable » et « sévère » de l'évolution de la situation épidémique.

Dans le scénario favorable, nous supposons que le déploiement des vaccins en France, notamment sur les populations les plus fragiles, permettrait de relâcher les contraintes sanitaires plus rapidement : le rebond économique s'amorcerait alors dès le deuxième trimestre 2021.

Au contraire, dans le scénario défavorable, la lutte contre la crise sanitaire ferait face à différents obstacles comme l'apparition et la multiplication de nouveaux variants qui amoindrirait l'efficacité globale de la vaccination. L'activité pourrait notamment rechuter au deuxième trimestre 2021. Et ce n'est que fin 2022 qu'un degré de diffusion suffisant d'une vaccination efficace permettrait une levée franche des restrictions sanitaires.

Sous ces hypothèses, la croissance du PIB serait de l'ordre de 3 % en 2021 dans le scénario sévère alors qu'elle avoisinerait 7 % dans le scénario favorable (cf. tableau). De plus, outre des profils temporels qui varient en lien avec les contraintes sanitaires possibles, les niveaux de PIB pourraient *in fine* être très différents en fin d'horizon de projection : dans le scénario favorable, le PIB retrouverait son niveau de fin 2019 dès le quatrième trimestre 2021, contre seulement fin 2023 dans le scénario sévère.

Graphique : Niveau du PIB dans les scénarios favorable et sévère



Sources : Insee jusqu'au quatrième trimestre 2020, projections Banque de France sur fond bleuté.

Principales caractéristiques des scénarios favorable et sévère

	Scénario favorable				Scénario sévère			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
PIB (moyenne annuelle, en %) ^{a)}	- 8,2	7	4	2	- 8,2	3	1	3
IPCH (moyenne annuelle, en %)	0,5	1,3	1,5	1,8	0,5	0,4	0,1	0,6

a) Projections arrondies à l'unité.

Source : Insee jusqu'au quatrième trimestre 2020 (comptes nationaux trimestriels du 26 février 2021), projections Banque de France sur fond bleuté.

Annexe A : Hypothèses techniques de l'Eurosystème

Tableau A : Hypothèses techniques et environnement international ^{a)}

	Projections de mars 2021					Révisions depuis les projections de décembre 2020		
	2019	2020	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Hypothèses techniques								
Pétrole, baril de Brent (USD)	64,0	42,3	59,3	55,7	53,7	15,3	10,1	6,7
Pétrole, baril de Brent (EUR)	57,2	37,1	49,1	46,2	44,4	11,9	7,6	4,8
Matières premières hors énergie (EUR, évolution en %)	1,7	1,1	12,5	- 2,1	- 1,4	8,2	- 2,5	- 3,1
USD/EUR	1,12	1,14	1,21	1,21	1,21	0,0	0,0	0,0
Taux de change effectif nominal (évolution en %) ^{b)}	- 1,5	3,4	1,7	- 0,1	0,0	- 0,2	- 0,1	0,0
Euribor à 3 mois ^{c)}	- 0,4	- 0,4	- 0,5	- 0,5	- 0,4	0,0	0,0	0,1
Taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans ^{c)}	0,1	- 0,1	- 0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Environnement international, évolution en %								
Prix des concurrents à l'export extra-zone euro (en euros)	3,1	- 5,1	0,8	1,7	1,6	0,7	- 0,5	- 0,4
PIB mondial	2,8	- 2,9	6,2	4,0	3,5	0,6	0,1	0,1
PIB mondial hors zone euro	2,9	- 2,4	6,5	3,9	3,7	0,7	0,1	0,1
Commerce mondial hors zone euro	- 0,4	- 9,1	9,0	4,1	3,4	1,9	0,2	0,0
Demande adressée à la France	1,2	- 10,8	7,5	5,3	3,5	0,7	0,4	0,0
<i>Intra-zone euro</i>	2,6	- 10,3	6,4	6,8	4,0	- 0,6	0,6	0,0
<i>Extra-zone euro</i>	0,1	- 11,2	8,3	4,2	3,1	1,7	0,3	0,1

Les révisions depuis décembre 2020 sont des variations absolues lorsque la variable prévue est en niveau ; des variations en points de pourcentage lorsqu'il s'agit de taux de croissance.
a) Ces hypothèses techniques et d'environnement international sont établies par l'Eurosystème au 16 février pour les données de marché et de demande adressée à la France selon des principes explicités dans la publication *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, juillet 2016, disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/staffprojectionsguide201607.en.pdf>. La demande mondiale correspond à la somme des importations des partenaires commerciaux de la France, pondérée par le poids de chaque marché dans les exportations françaises. La méthode de calcul est expliquée dans le document de travail *Trade consistency exercise in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview*, disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp108.pdf>.

b) Calculé par rapport à 38 pays partenaires de la zone euro.

c) Les prévisions de taux d'intérêt sont obtenues à partir de l'information extraite de la courbe des taux.

Sources : Eurosystème, projections Eurosystème sur fond bleuté.

Tableau B : Projections techniques détaillées France, et révisions depuis décembre 2020

	Projections de mars 2021					Révisions depuis les projections de décembre 2020			
	2019	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
PIB réel	1,5	- 8,2	5,4	3,9	1,8	1,1	0,6	- 1,2	- 0,5
Contributions (points de PIB) ^{a)}									
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	2,2	- 7,1	5,8	4,3	1,4	0,7	- 0,1	- 1,2	0,0
<i>Exportations nettes</i>	- 0,3	- 1,5	0,4	- 0,4	0,2	0,1	0,7	0,1	0,1
<i>Variations de stocks</i>	- 0,4	0,3	- 0,8	- 0,1	0,1	0,3	0,0	- 0,2	- 0,6
Consommation des ménages (52 %) ^{b)}	1,5	- 7,0	4,0	6,4	1,6	1,2	- 0,1	- 1,6	0,2
Consommation publique (23 %)	1,7	- 3,1	6,3	0,1	0,6	0,2	- 1,1	- 0,6	0,2
Investissement total (23 %)	4,3	- 10,3	8,7	3,2	1,8	0,4	1,0	- 0,7	- 0,6
<i>Investissement public (3 %)</i>	7,7	- 9,9	16,0	- 0,3	- 5,6	- 0,7	- 0,1	- 0,5	0,0
<i>Investissement des ménages (5 %)</i>	1,8	- 12,8	8,9	1,8	1,9	1,8	3,7	- 2,2	- 1,8
<i>Investissement des entreprises (SNF-SF-EI) (14 %)</i>	4,4	- 9,6	6,9	4,6	3,7	0,2	0,3	- 0,3	- 0,4
Exportations (32 %)	1,8	- 16,3	11,5	5,7	3,8	0,8	3,7	0,3	- 0,2
Importations (33 %)	2,6	- 11,5	8,9	6,5	2,9	0,4	1,2	0,2	- 0,3
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	2,1	0,6	0,4	1,2	1,3	0,2	- 0,2	- 0,5	- 0,3
Créations nettes d'emplois (en milliers)	326	- 310	- 2	20	129	107	348	- 404	- 90
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	8,4	8,0	8,9	9,3	9,0	- 0,5	- 1,8	- 0,2	0,1
IPCH	1,3	0,5	1,1	0,9	1,1	0,0	0,7	0,1	0,1
IPCH hors énergie et alimentation	0,6	0,6	0,9	0,9	1,0	0,0	0,4	0,2	0,2
Déflateur du PIB	1,2	2,3	- 0,2	0,4	0,8	0,4	0,9	0,0	- 0,1

Données corrigées des jours ouvrables. Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

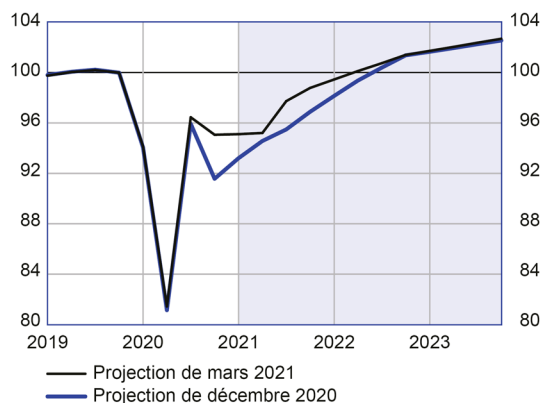
a) La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB du fait d'arrondis.

b) Les pourcentages entre parenthèses correspondent à la part de chaque poste dans le PIB en 2018.

Sources : Insee jusqu'au quatrième trimestre 2020 (comptes nationaux trimestriels du 26 février 2021), projections Banque de France sur fond bleuté.

Graphique : Niveau de PIB réel

(base 100 = T4 2019)



Sources : Pour la projection de mars, Insee jusqu'au quatrième trimestre 2020, projections Banque de France sur fond bleuté.

Annexe C : Indicateurs complémentaires

Tableau C1 : Contributions détaillées à la croissance du PIB

	Projections de mars 2021				
	2019	2020	2021	2022	2023
PIB réel	1,5	- 8,2	5,4	3,9	1,8
Contributions (points de PIB) ^{a)}					
<i>Consommation privée</i>	0,8	- 3,9	2,2	3,5	0,8
<i>Investissement privé</i> ^{b)}	0,7	- 2,1	1,4	0,8	0,6
<i>Demande publique</i> ^{c)}	0,7	- 1,1	2,1	0,0	- 0,1
<i>Exportations nettes</i>	- 0,3	- 1,4	0,4	- 0,4	0,2
<i>Variations de stocks</i>	- 0,4	0,2	- 0,8	- 0,1	0,1

Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

a) La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB du fait d'arrondis.

b) L'investissement privé regroupe l'investissement des entreprises et celui des ménages.

c) La demande publique regroupe consommation et investissement publics.

Sources : Projections Banque de France sur fond bleuté.

Tableau C2 : Évolution de la consommation et du pouvoir d'achat des ménages

(en %, moyenne annuelle)	2019	2020	2021	2022	2023
Consommation réelle des ménages	1,5	- 7,0	4,0	6,4	1,6
Pouvoir d'achat	2,1	0,6	0,4	1,2	1,3
Pouvoir d'achat par habitant	1,9	0,4	0,2	1,0	1,1
Taux d'épargne (en % du revenu disponible brut)	14,9	21,3	18,5	14,3	14,1

Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 26 février 2021, projections Banque de France sur fond bleuté.

Tableau C3 : Ratios des sociétés non financières

(en %, moyenne annuelle)	2019	2020	2021	2022	2023
Taux de marge (en % de la valeur ajoutée)	33,2	29,3	31,8	32,6	32,3
Taux d'investissement (en % de la valeur ajoutée)	24,5	24,9	24,9	24,8	25,0
Taux d'autofinancement (épargne / investissement)	94,7	80,9	95,0	98,8	95,7

Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 26 février 2021, projections Banque de France sur fond bleuté.

Tableau C4 : Évolution des salaires et de la productivité dans le secteur marchand

(en %, moyenne annuelle)	2019	2020	2021	2022	2023
Déflateur de la valeur ajoutée	1,5	1,6	0,3	0,1	0,6
Coûts salariaux unitaires (CSU)	- 0,8	4,0	- 0,5	- 1,6	1,0
Productivité par tête	0,1	- 8,2	5,2	4,7	1,5
Salaires moyen par tête, nominal	1,9	- 4,0	4,6	3,0	2,5
Salaires moyen par tête, réel ^{a)}	1,0	- 4,4	3,7	2,3	1,6

a) Déflaté par le déflateur de la consommation des ménages.

Note : Seules les cotisations sociales sont intégrées aux CSU au sens de la comptabilité nationale. Le CICE (crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi) n'a donc pas d'impact sur cet indicateur : c'est ainsi la baisse de cotisations sociales employeurs mise en place en substitution au CICE qui explique la baisse apparente des CSU en 2019.

Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 26 février 2021, projections Banque de France sur fond bleuté.

Tableau C5 : Variation de l'emploi et du chômage dans l'ensemble de l'économie

(en milliers, moyenne annuelle)	2019	2020	2021	2022	2023
Emploi total	326	- 310	- 2	20	129
<i>Emplois salariés marchands</i>	258	- 239	- 43	- 3	116
<i>Emplois salariés non marchands</i>	- 3	- 38	35	0	0
<i>Emplois non salariés</i>	71	- 33	7	23	12
Population active	140	- 452	297	154	40
Chômage	- 186	- 142	300	134	- 89
Taux de chômage ^{a)}	8,4	8,0	8,9	9,3	9,0

a) BIT, France entière, % population active.

Sources : Insee (enquête emploi, comptes nationaux trimestriels du 26 février 2021), projections Banque de France sur fond bleuté.

Annexe D : Quelques explications sur les effets des changements de pondération dans l'IPCH

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est un indice de prix qui agrège les postes de la consommation avec des poids fixes qui sont modifiés en janvier de chaque année par l'Insee pour tenir compte de l'évolution de la structure de la consommation des ménages. Pour 2021, ces pondérations ont ainsi été mises à jour afin d'être représentatives de la structure de consommation des ménages de l'année 2020. Elles reflètent donc les changements importants de cette structure de consommation provoqués par la crise sanitaire. Par exemple, le poids des dépenses d'alimentation a augmenté, passant de 20,3 % à 22,9 % de l'ensemble du panier de consommation. Au contraire, les poids de l'énergie et des services, dont les dépenses ont fortement diminué en 2020, ont baissé. Le poids de l'énergie est ainsi passé de 9,2 % à 8,6 % du total, et celui des services est passé de 45,4 % à 43,4 %. Le poids des produits manufacturés est, quant à lui, resté stable à 25,1 %.

Du fait de leur importance particulière cette année, les changements de poids en 2021 par rapport à 2020 peuvent affecter temporairement la mesure de l'inflation en glissement sur un an au niveau des composantes de l'IPCH, alors qu'ils sont habituellement sans conséquence.

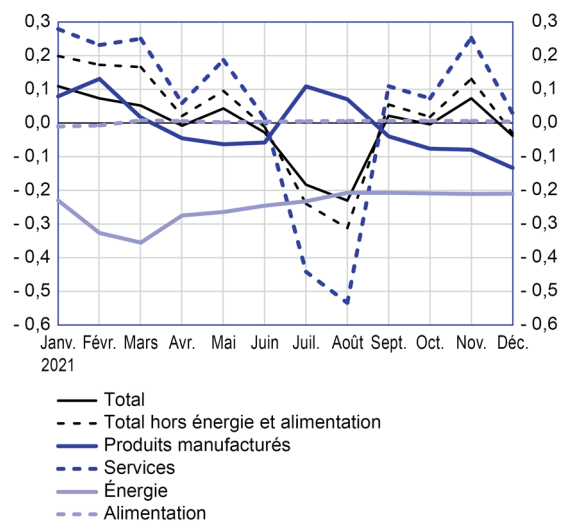
En janvier 2021 par exemple, le poids des produits pétroliers dans l'IPCH a fortement diminué (passant de 4,7 % à 3,7 %) alors que la hausse mensuelle de leur prix était forte (+ 3,5 %) à la suite de la remontée du prix du pétrole. Cette hausse des prix des produits pétroliers entre décembre 2020 et janvier 2021 contribue donc moins fortement à l'inflation avec le poids 2021 plus faible qu'elle ne l'aurait fait avec le poids 2020. Sur ce poste, l'effet des nouvelles pondérations est donc négatif sur l'inflation totale. Sur l'ensemble de l'inflation, l'actualisation des pondérations a toutefois une contribution positive mais modeste au mois de janvier 2021, à hauteur de seulement + 0,1 point de pourcentage au glissement annuel de l'IPCH total, et de + 0,2 point de pourcentage à celui de l'IPCH hors énergie et alimentation, essentiellement par les services où les baisses de prix habituelles sur le transport aérien ont été moins pondérées qu'avec les poids antérieurs.

Les exemples précédents montrent la complexité de ces effets liés aux changements de poids dans la mesure du glissement des prix sur un an que nous cherchons donc à clarifier ici. *In fine*, il faut retenir que l'effet du changement de poids dépend non seulement des variations de poids mais aussi des variations de prix attendues pour les différents produits au cours de l'année.

Le graphique présente les effets de ces changements de poids auxquels nous nous attendons pour l'année 2021, au niveau fin des produits, en comparaison de ce qui se serait passé à poids inchangés et avec nos prévisions désagrégées mensuelles. Nous estimons que les effets de la nouvelle structure de pondérations sur l'IPCH et l'IPCH hors énergie et alimentation en 2021 seraient en moyenne nuls sur l'année. Mais ils varieraient en cours d'année : ils seraient ainsi positifs au premier trimestre 2021 (comme en janvier), nuls sur le deuxième et le quatrième trimestre, mais négatifs au troisième trimestre. Ces variations des effets poids seraient essentiellement dues aux services, et notamment aux transports aériens. L'effet négatif estimé au troisième trimestre, en miroir de l'effet positif au premier trimestre, proviendrait ainsi du fait que l'indice des prix des transports connaît un pic saisonnier à l'été, qui contribuerait moins fortement à l'inflation totale du fait de son poids moindre en 2021 qu'en 2020.

Graphique : Effets des changements de poids sur les composantes de l'IPCH en 2021

(en points de pourcentage)



Sources : Insee, calculs Banque de France.