

2**Partie 1**

Comment les entreprises s'adaptent-elles en période de crise ?

6**Partie 2**

Un cycle de baisse des défaillances d'entreprises est amorcé en Europe

8**Partie 3**

L'embellie va-t-elle se poursuivre d'ici la fin d'année 2015 ?

PANORAMA

SEPTEMBRE 2015

Défaillances d'entreprises en Europe de l'Ouest : légère embellie en 2015

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par les économistes du Groupe Coface



Dans ce premier panorama des défaillances d'entreprises en Europe, Coface répond à la question suivante : le rebond de la croissance observé en Europe est-il d'une ampleur suffisante pour faire baisser durablement les défaillances ? La réponse est positive pour 10 des 12 pays d'Europe de l'Ouest étudiés.

A l'aide d'un modèle économétrique, Coface prévoit en effet que le nombre de défaillances d'entreprises diminuera dans 10 pays d'ici la fin de l'année 2015, en lien avec les perspectives de croissance pour la zone euro qui de-

vrait atteindre 1,5% en 2015 et 1,6% en 2016 contre 0,9% en 2014. Si de nombreux risques pèsent sur les entreprises (comme par exemple le ralentissement des émergents), l'activité est en effet soutenue par la baisse du prix du pétrole, de l'euro, la fin progressive des politiques budgétaires restrictives ou encore les mesures d'assouplissement quantitatif de la BCE.

En tête du peloton, l'Espagne, le Portugal et les Pays-Bas pourraient enregistrer des baisses du nombre de défaillances de respectivement 20%, 16% et 21% sur un an. Le Royaume-Uni n'est pas loin derrière (-10% prévu à fin

2015). L'amélioration serait plus timide en France (-3%) et en Allemagne (-2%).

En revanche, certains pays se détachent par une augmentation anticipée des liquidations d'entreprises. C'est notamment le cas de l'Italie et de la Norvège, avec des hausses prévues de respectivement 7% et 6%. Tandis que la reprise reste d'une ampleur trop faible pour profiter pleinement aux entreprises en Italie, la Norvège est pénalisée par sa dépendance au pétrole dont les prix ont chuté de 60% depuis juillet 2014.

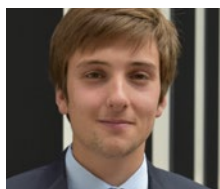
SEPTEMBRE 2015

DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES EN EUROPE DE L'OUEST : L'ACCALMIE SE CONFIRME EN 2015

PAROLES D'ÉCONOMISTES



Guillaume BAQUÉ
Économiste



Adrien BONNET
Économiste junior



Pierre BOSSUET
Économiste junior

INTRODUCTION

La solidité financière des entreprises européennes a été mise à mal par les récessions qui ont touché la zone euro en 2009, 2012 et 2013. Avec une croissance de 0,9% en 2014, l'économie de la zone a retrouvé suffisamment de vigueur pour qu'un repli des défaillances d'entreprises s'observe dans la plupart des pays. L'espoir quant à la capacité des économies européennes à créer de la richesse réapparaît.

Si la reprise est dans une large mesure soutenue par des effets conjoncturels (baisse des prix du pétrole et de l'euro, politiques budgétaires moins restrictives et mesures d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne), l'accélération de la croissance n'en demeure pas moins réelle.

L'évolution récente des défaillances d'entreprises en Europe indique qu'elles ont quelque peu bénéficié de cette reprise timide. Outre ces facteurs conjoncturels, elles tirent aussi profit des politiques publiques visant à soutenir les entreprises : 10 des 12 pays de notre échantillon ont par exemple baissé leur taux

d'imposition sur les bénéfices depuis 2007. Enfin, la modération salariale a entretenu les marges des entreprises qui, grâce également à une demande plus vigoureuse, se reconstituent depuis peu.

Ce contexte économique plus favorable conduit à se poser la question suivante : le rebond de la croissance observé depuis mi-2014, et anticipé pour 2015 et 2016, est-il d'une envergure suffisante pour que la tendance baissière des défaillances d'entreprises se poursuive en Europe dans les mois à venir ? Pour répondre à cette question, nous verrons comment les entreprises se sont adaptées depuis 2008 dans un contexte de ralentissement économique. Puis, nous analyserons les tendances actuelles de défaillances d'entreprises. Enfin, nous utiliserons un outil de modélisation des défaillances d'entreprises, qui inclut quatre variables explicatives pour les 12 pays de notre échantillon (sélectionnés en fonction des données disponibles) afin d'établir des prévisions.

1

COMMENT LES ENTREPRISES S'ADAPTENT-ELLES EN PÉRIODE DE CRISE ?

La crise de Lehman puis celle des dettes souveraines en zone euro ont laissé des traces dans le paysage des entreprises européennes. Les plus fragiles ont été naturellement évincées, mais à un rythme plus élevé qu'à l'accoutumée. Toutes ont fait face à de nouvelles contraintes : demande interne et externe en berne, rationnement du crédit.

La succession de deux crises

Fin 2008, la crise des *subprimes* a créé une onde de choc résonnant dans l'ensemble de l'économie mondiale. Les entreprises les plus fragiles ont alors vacillé jusqu'à tomber en défaut de paiement, créant un cercle vicieux qui a affecté leurs fournisseurs. En 2009, les défaillances d'entreprises ont augmenté dans l'ensemble des pays de notre échantillon de 11% (Belgique) à 79% (Espagne) et de 30% en moyenne.

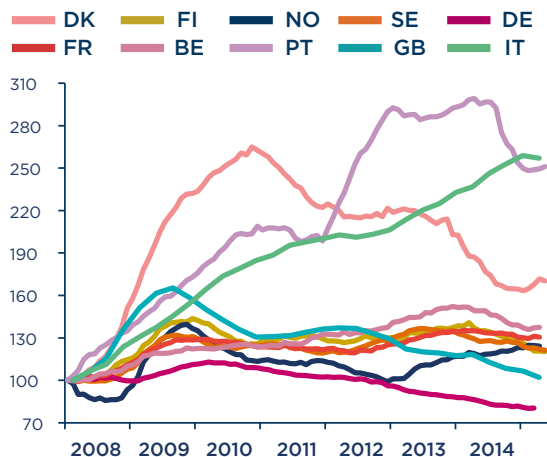
Le secteur de la construction a été particulièrement affecté, étant par nature très dépendant de l'évolution des conditions de crédit. A l'échelle de l'Union européenne, celui-ci concentre 20% des entreprises et 11% des effectifs. L'éclatement des bulles immobilières a donc accéléré la hausse des défaillances dans les pays du sud de l'Europe. La valeur ajoutée (VA) du secteur de la construction en 2014 (*voir annexe n°2, page 12*) est tombée à 9% du total au Portugal, 11% en Espagne et en Italie contre respectivement 11%, 20% et 14% en 2008.

Les incertitudes relatives à la soutenabilité des dettes publiques en zone euro ont constitué la deuxième vague de la crise. Après le bref rebond de l'activité en 2010 et 2011, le PIB s'est à nouveau contracté : -0,8% en 2012 puis -0,5% en 2013.

Les entreprises ont ainsi continué de souffrir de conditions de crédit difficiles, de marges en recul et d'une demande atone. Ces mauvaises perspectives des entreprises ont freiné leurs investissements (-6,1% entre 2011 et 2013). Dans ce contexte, les défaillances d'entreprises ont sans surprise connu un second pic avec une hausse moyenne de 8% en 2012 et 5% en 2013 dans les 12 pays étudiés (*graphique n°1*).

Graphique n°1

Évolution des défaillances d'entreprises
(moyenne annuelle, 100 = janvier 2008)



Source : Instituts nationaux de statistiques

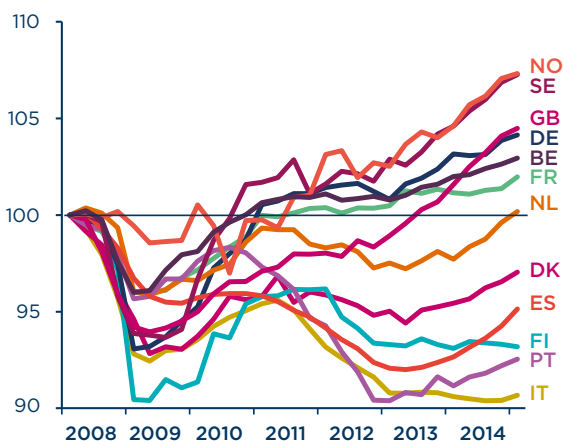
Alors que les secteurs industriels constituaient l'essentiel de la hausse des défaillances lors de la crise des *subprimes*, cette seconde phase a davantage concerné les entreprises de services dans un contexte général de modération des dépenses. Notons aussi que l'Espagne paie le plus lourd tribut, puisque le nombre d'entreprises en liquidation a presque doublé entre 2009 et 2013 (certes à partir d'un niveau faible) pour atteindre 9 143 procédures (+77%), suivi du Portugal (+69%) et de l'Italie (+51%).

La destruction de richesse a été plus forte dans les économies du sud de l'Europe

Si les pays les plus vulnérables de la zone semblent aujourd'hui renouer avec la croissance, ils n'ont pas tous retrouvé leurs niveaux de richesse d'avant-crise tels que l'Italie (91%), le Portugal (93%), la Finlande (93%), l'Espagne (95%) et le Danemark (97%). Quant aux Pays-Bas, ils viennent à peine de le rejoindre au 1^{er} trimestre 2015 (*graphique n°2*). Il faudra donc encore plusieurs années pour que des pays comme l'Italie ou le Portugal retrouvent un niveau de richesse comparable à celui de 2008.

Graphique n°2

PIB en volume (100 = janvier 2008)



Source : Eurostat

Les conséquences d'une telle perte de richesse sur la croissance potentielle sont, elles aussi, importantes. En effet, le ralentissement des économies européennes s'est traduit par une explosion du taux de chômage en zone euro, en particulier dans les pays d'Europe du sud et chez les jeunes (22% des 12-24 en zone euro). Cette détérioration s'est accompagnée d'une augmentation du chômage de longue durée (12 mois ou plus), passé de 3% à 6,1% entre 2008 et 2013, conduisant à une dégradation du capital humain. En effet, plus longue est la période de recherche, plus la probabilité d'obtenir un emploi en inadéquation avec ses compétences s'accroît ce qui, de manière agrégée, dégrade la productivité. L'augmentation du chômage de long terme provoque donc une hausse du taux de chômage structurel et, in fine, une diminution de la croissance potentielle. On parle alors d'effet d'hystérèse.

ENCADRÉ N°1

Qu'est-ce qu'une défaillance d'entreprise ?

Lorsqu'une entreprise se trouve dans l'incapacité d'honorer ses obligations de paiement, une procédure judiciaire s'ouvre sous le mandat de l'instance compétente. Cette procédure peut déboucher sur le redressement de l'entreprise ou sur sa liquidation. Les données statistiques de notre échantillon incluent uniquement les mises en liquidations. Seules les données de la France ont nécessité un retraitement puisque qu'elles intègrent également les procédures de redressement judiciaire (29% des défaillances en 2014 en métropole). Ainsi, on entend ici par défaillance d'entreprise la mise en liquidation de l'entreprise.

Toutefois, si le périmètre semble identique, les cadres juridiques des 12 pays étudiés sont différents, certains encourageant davantage la procédure de faillite que d'autres, au détriment par exemple d'une procédure de sauvegarde (médiation, rachat par un tiers) qui n'est pas comptabilisée dans les défaillances. Les nouvelles mesures venant modifier ce cadre juridique ont des effets sur le nombre de défaillance et constituent ainsi une limite de l'analyse de leur rythme de croissance. L'étude annuelle de la Banque mondiale sur la facilité de faire des affaires (Doing Business, « règlement de l'insolvabilité ») met en évidence ces divergences nationales (*tableau n°1*). A titre d'exemple, depuis 2010 l'Espagne a modifié à trois reprises les procédures de mises en faillites afin de les accélérer et de les faciliter. Une part de l'augmentation des défaillances dans ce pays peut donc être imputée à ces modifications juridiques. A l'inverse, la France a favorisé les procédures de redressement et de restructuration ces dernières années, minorant par-là même le nombre de liquidations.

Tableau n°1

Nouvelles mesures qui facilitent la procédure de mise en faillite ■ ou la sauvegarde de l'entreprise ■

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Allemagne	■			■		
Belgique		■				■
Danemark			■			
Espagne		■	■	■	■	■
Finlande						■
France	■		■			
Italie			■			■
Norvège						
Pays-Bas						
Portugal				■		
Royaume-Uni		■				
Suède						

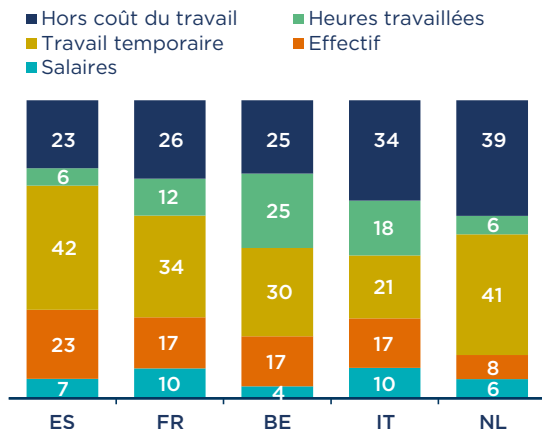
Source : Doing Business 2015

Des réductions de coûts de différentes natures selon les pays

Dans un environnement économique morose, la réponse des entreprises peut se faire de trois façons : un abaissement des prix pour relancer la demande, une réduction des marges pour amortir les hausses des charges (comme la hausse du coût du crédit) ou une baisse des coûts afin de maintenir les marges constantes. Lors d'un choc temporaire avec pour conséquences une réduction de la demande et des difficultés d'accès au crédit, 94% des entreprises européennes entament en priorité des stratégies de réduction des coûts d'après une enquête de la BCE⁽¹⁾. Dans un premier temps, les travailleurs temporaires ne sont pas reconduits ce qui n'engendre pas de surcoût supplémentaire. Puis, les augmentations de salaires peuvent être réduites ou supprimées. Enfin, si les perspectives demeurent dégradées, l'entreprise peut réduire le temps de travail et en dernier recours le nombre d'emplois permanents. Par exemple, l'Espagne est le pays d'Europe qui a fait le plus appel aux travailleurs temporaires avant la crise (32% de l'emploi contre 15% pour la moyenne européenne en 2007), si bien que la réduction des coûts des entreprises s'est faite en majorité par ce biais (graphique n°3). A l'inverse, des pays comme la France ou la Belgique réduisent en priorité le temps de travail et gèlent les salaires.

Graphique n°3

Répartition des réponses sur le choix de la stratégie la plus importante pour réduire les coûts (en %) ⁽²⁾



Source : WDN Surveys

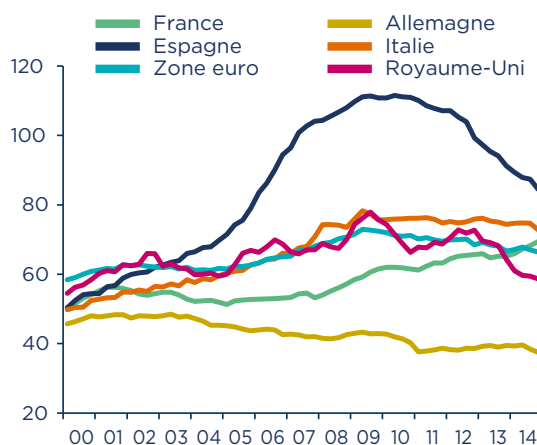
La capacité des entreprises à adapter leur structure de coût en période de crise dépend de leur localisation. A cette ventilation du statut des travailleurs, s'ajoutent les caractéristiques du cadre juridique. Chaque pays dispose en effet de son cadre juridique qui régit la protection de l'emploi que l'on peut apprécier par l'indicateur de protection de l'emploi de l'OCDE ⁽³⁾. L'Allemagne (2,98), la Belgique (2,95), les Pays-Bas (2,94), la France (2,82) et l'Italie (2,79) disposent d'une protection des travailleurs contre les licenciements la plus élevée de notre échantillon. A l'inverse, les travailleurs au Royaume-Uni (1,62), en Finlande (2,17) et en Espagne (2,28) sont les moins protégés. On constate alors que la facilité à adapter sa structure de coût ne peut pas totalement expliquer le dynamisme des entreprises puisque l'Allemagne est la plus protectrice et pourtant le chômage y est le plus bas.

La contrainte du désendettement bancaire

Le dynamisme de l'activité économique dépend par ailleurs de la disponibilité de sources de financements indispensables à l'investissement des entreprises. Or, une récession a tendance à augmenter l'endettement des entreprises relativement à leurs revenus ce qui contraint leur soutenabilité. La croissance du volume de crédits bancaires aux entreprises non-financières s'est donc fortement contractée dans la zone euro jusqu'à atteindre -5,9% en juillet 2013. Si ce resserrement du crédit bancaire résulte en partie d'un durcissement de son offre, la baisse de la demande de crédit des entreprises en zone euro a aussi joué un rôle : les soldes d'opinions des banques interrogées par la BCE ont atteint respectivement -40% et -32%⁽⁴⁾ au 1^{er} trimestre 2009, et au 2^{ème} trimestre 2012, soit les pics des deux vagues de la crise. De plus, l'affaiblissement de la demande en 2009 s'explique à plus de la moitié (55%) par une volonté de restructurer sa dette⁽⁵⁾.

Graphique n°4

Endettement total (titres de dette et crédits) des entreprises non-financières (en % du PIB)



Source : Banque de France

La crise financière de 2008 entraîne ainsi un important processus de désendettement des entreprises, dont l'ampleur est sans précédent. Selon une récente étude du FMI⁽⁶⁾, pour les entreprises non-financières des pays avancés, la durée moyenne de désendettement après une crise est d'environ cinq ans pour une baisse moyenne de 15 points de PIB. Ce désendettement est associé avec un gain de potentiel de croissance d'environ 0,45 points de PIB. Mais l'importance de ce processus réside dans sa durée et son ampleur : trop long, il constitue alors un frein à l'investissement. En d'autres termes, plus il est lent et long, plus la croissance potentielle est affectée.

Or, dans certains pays européens le processus de désendettement des entreprises n'a pas débuté (graphique n°4). Les entreprises françaises ont même vu leur endettement progresser de 15 points de PIB depuis fin 2008. A l'inverse, le désendettement en Espagne représente 24 points de PIB. Même l'Allemagne, qui bénéficiait de l'un des niveaux les plus faibles avant la crise, a vu son endettement total se réduire de 5 points de PIB sur la même période.

(1) S. Fabiani, A. Lamo, J. Messina et T. Room, «European firm adjustment during times of economic crisis», Banque centrale européenne, avril 2015

(2) Sondage Wage Dynamics Network (WDN) réalisé entre 2007 et 2008 auprès de 15 235 entreprises, Banque centrale européenne.

(3) Echelle de 0 (le moins restrictif) à 6 (le plus restrictif). « Protection des travailleurs permanents contre les licenciements individuels et collectifs », OCDE 2013

(4) Solde d'opinion net à la question n° 6 : Over the past three months, how has the demand for loans or credit lines to enterprises changed at your bank ?, «Euro area bank lending survey», Banque centrale européenne

(5) Solde d'opinion net à la question n°7A : Debt refinancing/restructuring and renegotiation, «Euro area bank lending survey», Banque centrale européenne.

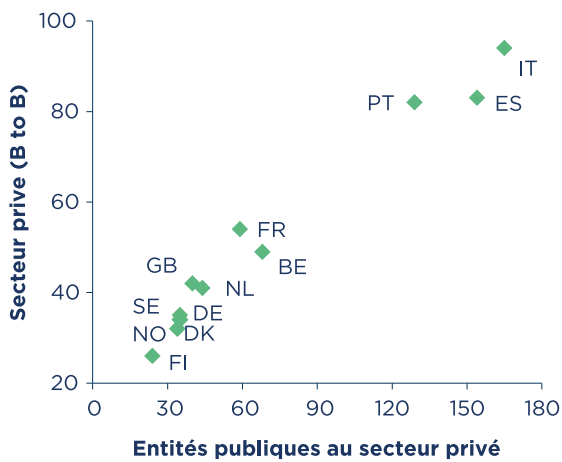
(6) S. Chen and co, «Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts», FMI, février 2015

Enfin, l'endettement des entreprises italiennes est resté stable à 72,8% (- 0,5 points de pourcentage entre fin 2008 et fin 2014). Elles doivent en effet faire face au fardeau des retards de paiements.

Mais un deleveraging contraint par les impayés

Les dettes fournisseurs pèsent lourdement sur la capacité des entreprises à se désendetter, qui dépend de la bonne volonté de leurs créanciers. En France, elles représentent 14% du total bilan⁽⁷⁾ en 2013 contre 20% en Italie, 10% au Portugal ou encore 5% en Allemagne. Il est nécessaire de distinguer deux problématiques : les délais et l'efficacité du recouvrement.

Graphique n°5
Délais de paiement moyen en 2014 (en jours)



Sources : Commission européenne, Intrum, Justitia, Coface

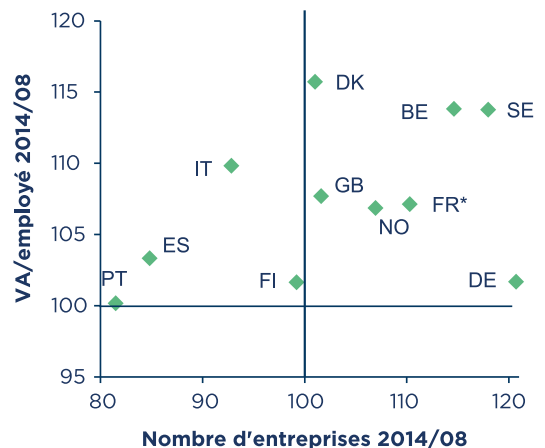
L'allongement de la durée de règlement entraîne des tensions de trésoreries provoquées par les retards d'encaissements. A l'échelle européenne, la directive sur les délais de paiement (2011/7/EU) fixe à 60 jours la durée maximale de règlement (date maximale de transposition nationale en mars 2013). Si elle encadre les comportements des agents privés, elle appelle également à une meilleure discipline publique dont les retards sont tout autant dommageables pour l'économie. En effet, une augmentation des arriérés publics sur le secteur privé équivalente à 1% du PIB réduit la croissance de 0,6 à 0,9%⁽⁸⁾. Les divergences entre pays apparaissent fortes au sein de l'Europe (graphique n°5) et la situation italienne est la plus problématique. Les administrations publiques cumulent en effet des retard de paiement substantiels auprès des entreprises évalués à 5 % du PIB, un record en Europe. En réaction, un programme de remboursement de 66 milliards d'euros a été mis en place en avril 2012 et, à fin juillet 2015, 36,5 milliards de dettes ont été soldées selon le FMI.

En outre, la capacité du contexte juridique à faciliter la procédure de liquidation écarte le risque de contagion d'une insolvabilité. L'étude annuelle de la Banque mondiale sur la facilité de « faire des affaires » (*Doing Business 2015*) témoigne ainsi d'une grande disparité entre les pays de notre échantillon. L'Espagne, l'Italie et le Portugal affichent les situations les moins favorables à la résolution de l'insolvabilité : le taux de recouvrement apparaît faible (69% en moyenne) et la durée longue (entre 1,5 et 2 ans). Ainsi, le désendettement des pays du sud semble plus difficile.

Le nombre d'entreprises a diminué dans les économies du sud de l'Europe

L'évolution du nombre d'entreprises entre 2008 et 2014 met en exergue le faible dynamisme du Portugal, de l'Espagne, de l'Italie et dans une moindre mesure de la Finlande. Dans ces quatre pays, le nombre d'entreprises a diminué entre 2008 et 2014. Toutefois, la VA par salarié a progressé dans l'ensemble des pays de notre échantillon (graphique n°6). Notons que les données de 2010 ont été préférées à la France afin de neutraliser les effets dus à la création du statut d'autoentrepreneur en 2009.

Graphique n°6
Evolution du nombre d'entreprises et de la VA par salarié, total des entreprises (100 = 2008)



Source : Eurostat* 2010

Nous l'avons vu, en période de crise les entreprises s'adaptent en réduisant en priorité leurs charges mais surtout leur endettement. Des freins structurels persistent et le niveau de richesse ou le nombre d'entreprises d'avant-crise n'a pas encore été retrouvé pour certains pays.

(7) Entreprises de toutes tailles, hors holdings et sièges sociaux, source BACH (Banque de France)

(8) C. Chechirita, A. Klemm et P. Viefers, «Governments' payment discipline : the macroeconomic impact of public payment delays and arrears», FMI, janvier 2015

2

UN CYCLE DE BAISSÉ DES DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES
EST AMORCÉ EN EUROPE

Les politiques monétaires accommodantes de la BCE et des autres banques centrales de la région, l'amélioration de la compétitivité des pays du sud (essentiellement via une modération du coût du travail), ou encore, la fin progressive des politiques de consolidation budgétaire ont permis aux économies européennes de renouer avec la croissance en 2014. Cette tendance devrait se poursuivre en 2015 et 2016 (*graphique n°7*). Dans son sillage, les défaillances d'entreprises ont entamé un repli dans la plupart des pays.

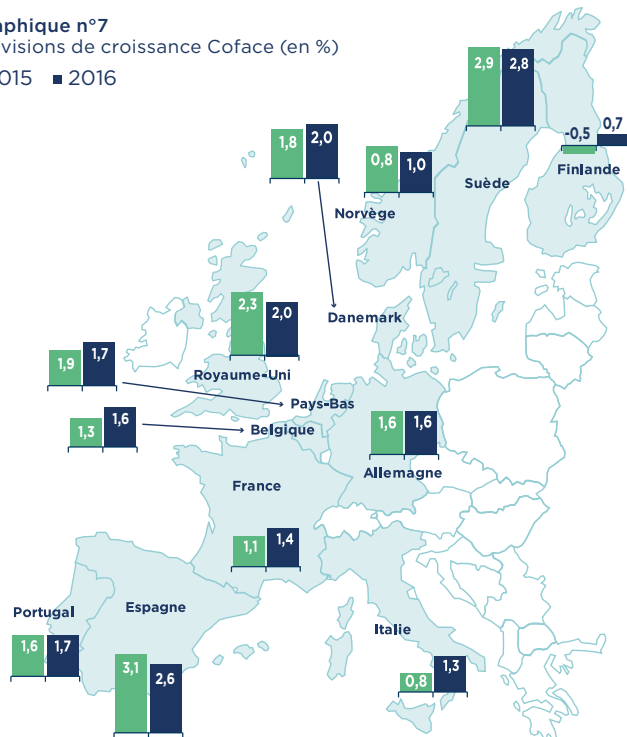
L'activité se redresse en zone euro portée par la consommation privée

Le redressement économique de la zone euro, entamé fin 2014, se confirme en ce début d'année 2015. Après avoir augmenté de 0,4% au 1^{er} trimestre 2015, le PIB de la zone a augmenté de 0,3% au 2^{ème} trimestre 2015 principalement porté par la demande interne. L'Espagne a ainsi enregistré pour la troisième fois consécutive la meilleure croissance de la zone euro à 1,0% au 2^{ème} trimestre 2015, tandis que l'Italie entame un timide retour à la croissance après trois années de récession avec une croissance de 0,2% sur la même période.

Graphique n°7

Prévisions de croissance Coface (en %)

■ 2015 ■ 2016



La consommation privée bénéficie de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Le taux de chômage continue ainsi de décroître depuis fin 2013 pour atteindre 11,1% en juin 2015. Par ailleurs, la faiblesse de l'inflation (+0,2% à fin juillet 2015 en moyenne annuelle) soutient les salaires réels des ménages (revenus corrigés de l'évolution des prix) qui ont progressé de 2,2% au 1^{er} trimestre 2015.

En zone euro, l'augmentation du revenu des ménages s'est traduite, pour l'essentiel, par une augmentation des dépenses et non par une épargne plus forte, le taux d'épargne étant resté stable (12,8% au 1^{er} trimestre 2015).

La zone euro profite de la baisse des prix du pétrole et de la dépréciation de l'euro

La baisse des prix du baril de pétrole (-60% entre juillet 2014 et août 2015) bénéficie aux pays importateurs en diminuant la facture énergétique et en améliorant la compétitivité des entreprises (réduction du coût des intrants, comme pour la chimie) et le coût des transports. La chute du prix du baril s'explique avant tout par des facteurs liés à l'offre. La production s'est en effet nettement accélérée aux États-Unis (+70% depuis 2008, 15% de la production mondiale), liée au développement de la technologie dite « de fracturation hydraulique ». L'arrivée possible de l'Iran sur ce marché pourrait à nouveau peser sur les prix. Bien que sa production soit limitée (3% de la production mondiale), ses larges stocks sont susceptibles de modifier la physionomie du marché. En Europe, seule la Norvège sera substantiellement pénalisée par la chute du prix du baril. Néanmoins, les gains sur la zone euro devraient être en partie compensés par la dépréciation de l'euro.

Entre janvier 2014 et août 2015, l'euro s'est déprécié d'environ 7% par rapport au dollar et de 4% en termes de taux de change effectif nominal⁽⁹⁾. Ces évolutions s'expliquent en grande partie par la divergence des politiques monétaires entre la BCE et la FED. En effet, la première a adopté un programme d'assouplissement quantitatif alors que la seconde devrait entamer un redressement de ses taux d'intérêts, d'ici fin 2015 ou début 2016. Les effets de cette dépréciation affectent inégalement les pays membres et sont aussi à nuancer. Tout d'abord, le commerce intra-zone demeure prépondérant avec un taux d'ouverture de seulement 25% en 2014. Les exportations des pays tournés davantage vers l'extérieur de la zone (Danemark, Allemagne et Italie) profitent davantage de la dépréciation de l'euro. D'autre part, l'élasticité prix des exportations⁽¹⁰⁾ exacerbe les différenciations entre pays de la zone. Des pays comme l'Allemagne et les Pays-Bas disposant d'une faible élasticité prix (respectivement 0,81 et 0,47) bénéficieront moins de la dépréciation que les pays ayant une élasticité prix élevée, à l'image de l'Espagne (1,61), du Portugal (2,14) et de l'Italie (2,56)⁽¹¹⁾.

Défaillances d'entreprises : Italie et Norvège seuls pays encore dans le rouge en 2014

En 2014, le nombre de défaillances d'entreprises s'est contracté dans 10 des 12 pays de notre échantillon avec une baisse moyenne de 9%. C'est notamment le cas de l'Espagne, du Danemark et du Portugal. Néanmoins, les liquidations d'entreprises ont continué de progresser en Italie et en Norvège (*graphique n°8, page 7*).

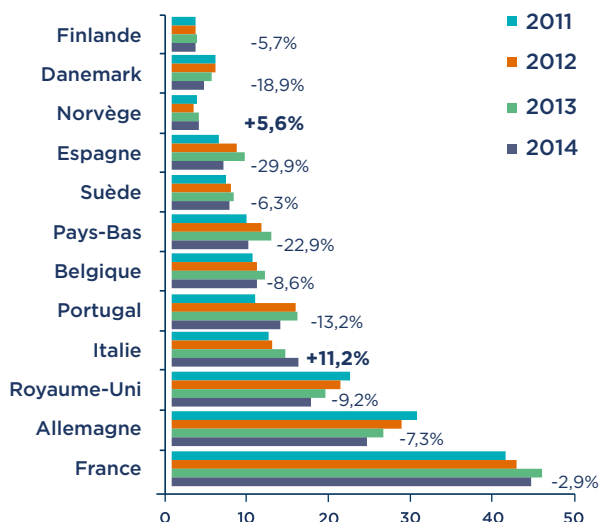
(9) Le taux de change effectif est le taux de change d'une zone monétaire, mesuré comme une somme pondérée des taux de change avec les différents partenaires commerciaux et concurrents. Il est ici calculé par la BCE à partir des taux de change de 19 pays.

(10) Défini comme la variation de la demande pour un bien en fonction de l'évolution de son prix. Une élasticité faible reflète une faible dépendance entre ces deux variables.

(11) N. Balta, K. Fischer, P. Nikolov et L. Vilmi, «Member state vulnerability to changes in the euro exchange rate», Commission européenne, octobre 2014

Graphique n°8

Evolution des défaillances d'entreprises (en milliers)



Sources : Institut nationaux de statistiques

En Italie, l'augmentation des défaillances a été particulièrement marquée dans les secteurs de l'industrie et de la construction dont le poids a baissé dans l'économie (*annexe n°2, page 12*) témoignant de l'ampleur de la crise sur les entreprises. Mais l'économie présente également des spécificités pouvant soutenir les défaillances⁽¹²⁾. D'une part, la distribution des entreprises fait apparaître la plus forte concentration de TPE (0 à 9 salariés) de notre échantillon (*annexe n°1, page 11*). Or, plus précaire, ce type d'entreprises est de nature plus fragile et donc susceptible d'amplifier le nombre de défaillances d'entreprises lors d'une période de crise via un effet boule de neige : la défaillance d'une entreprise de taille intermédiaire entraîne dans son sillage une myriade de petites entreprises. D'autre part, en dépit d'un plan d'urgence qui a permis de réduire de moitié les arriérés de paiement du secteur public sur les entreprises du secteur privé, la durée des délais de paiement pèse toujours sur les entreprises (*voir page 4, « La contrainte du désendettement bancaire »*). Par ailleurs, la croissance du crédit aux entreprises non-financières demeure négative, à - 2,4% en moyenne annuelle à fin juillet 2015. Elle témoigne des restructurations toujours à l'œuvre. Rappelons qu'en octobre 2014, sur les 25 établissements bancaires ne répondant pas aux exigences des stress tests de la BCE en zone euro, neuf étaient italiennes. Néanmoins le pays renoue tout récemment avec la croissance avec une amélioration tangible au 2^{ème} trimestre 2015 à + 0,2% en glissement trimestriel, mais toujours en deçà de la moyenne de la zone euro à + 0,3%.

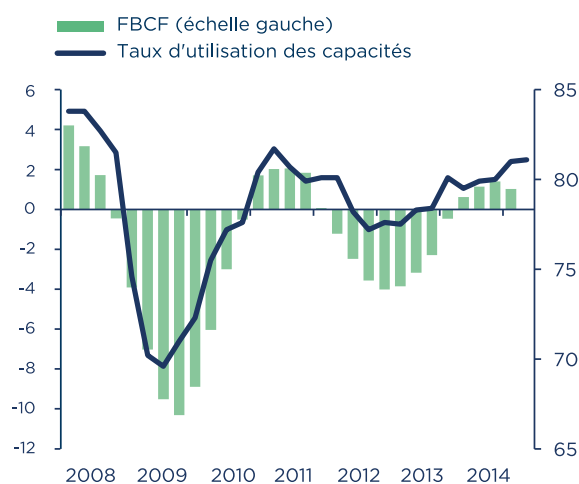
La Norvège voit également ses défaillances augmenter en 2014 de 5,6%. Le pays, 7^{ème} exportateur mondial de pétrole, subit la modération des prix du brut qui ont baissé de moitié sur un an à fin juin 2015. L'énergie représente 44% de la valeur ajoutée totale, tandis que le pétrole et le gaz représentaient 64% des exportations de biens en 2013 (CNUCED). Au 1^{er} trimestre 2015, l'économie norvégienne a enregistré une croissance négative de -0,1% par rapport au trimestre précédent.

Mais cette baisse des défaillances d'entreprises est contrainte par la faiblesse de l'investissement

L'investissement en zone euro apparaît toujours inférieur à son niveau d'avant crise à 19,5% du PIB en 2014 contre 23% en 2007. Selon une étude du FMI⁽¹³⁾, les conséquences de la crise financière sur l'investissement apparaissent plus sévères et plus durables que celles des crises précédentes. Malgré des conditions de financement plus favorables, liées à la baisse des taux, l'investissement n'a pas réellement redémarré en 2014. La faiblesse de la demande anticipée et plus généralement le climat d'incertitude entourant l'évolution de la conjoncture européenne, contribuent à décourager l'investissement. D'autre part, le taux d'utilisation des capacités des entreprises a diminué avec la crise, contraignant de fait l'investissement. En effet, les entreprises sont moins enclines à investir si elles disposent encore de capacités de production inutilisées. Ce déficit d'investissement en zone euro contraint son potentiel de croissance : l'écart de production⁽¹⁴⁾, qui mesure la différence entre la croissance potentielle à la croissance actuelle, devrait atteindre - 1,6% entre 2013 et 2020 contre une moyenne de + 0,5% entre 2003 et 2007. Mais les causes sont également structurelles. La zone euro fait face à une diminution de la population en âge de travailler depuis 2012 (- 0,5% des 15-64 ans en 2014) qui entraîne le vieillissement de la population. La demande potentielle s'en trouve diminuée.

Graphique n°9

Taux d'utilisation des capacités et variation de l'investissement en zone euro (moyenne annuelle, en %)



Source : Eurostat

Ceci étant dit, on observe début 2015 une reprise de l'investissement, induite principalement par celle de la consommation privée et l'amélioration du climat des affaires. Par ailleurs, et afin de relancer l'investissement, un plan d'investissements européen a été mis en place en novembre 2014. Ce fonds européen d'investissements stratégiques (FEIS), doté de 63 milliards d'euros, devrait ainsi générer près de 315 milliards d'euros d'investissements dans les trois années à venir. Selon la Commission européenne, l'investissement pourrait ainsi augmenter de 1,7% en 2015 et de 4,0% en 2016.

(12) Coface, « Qu'est devenu le business model italien ? », juin 2013

(13) B. Barkbu, S. Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs et H. Schoelerman, « Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak? », FMI, février 2015

(14) World Economic Outlook, FMI, avril 2015

(15) « Spring 2015 Forecast », Commission Européenne, mai 2015

3

L'EMBEILLIE VA-T-ELLE SE POURSUIVRE D'ICI LA FIN DE L'ANNÉE 2015 ?

Nous établissons des prévisions de défaillances pour l'année 2015. Si les tendances baissières se poursuivent dans la plupart des pays, notre modèle nous indique que la situation ne devrait pas s'améliorer en Italie et en Norvège.

Quatre variables pour expliquer les défaillances en Europe

La qualité et la diversité des informations disponibles pour les défaillances d'entreprises relatives à la France font figure d'exception. Notre sélection initiale se composait de 16 variables mais leur disponibilité et leur pouvoir explicatif nous ont amené à isoler 4 variables (*tableau n°2*). Les données sont exprimées mensuellement (à l'exception de la FBCF) et forment un échantillon en panel de plus de 1 000 observations sur une période de huit ans (du 1^{er} trimestre 2007 au 1^{er} trimestre 2015) nous permettant de capturer la crise des *subprimes* ainsi que celle des dettes souveraines européennes. Si de nombreux travaux ont cherché à expliquer et prévoir les défaillances d'entreprises, l'originalité de l'outil de Coface réside dans la sélection de son expérience de paiement parmi les variables explicatives du modèle.

Tableau n°2
Liste des variables sélectionnées

NOM	DÉFINITION	SOURCE
Coface	Indice d'expérience de paiement Coface	Coface
Climat	Indice du climat des affaires	DG ECFIN
FBCF	Formation brute capital fixe (Investissement)	Statistiques nationales
Permis	Nombre de permis de construire délivrés	OCDE, Eurostat

Source : Coface

Par ailleurs, la forte mortalité des jeunes entreprises nécessite de considérer l'évolution des créations. Ainsi, un pic de création d'entreprises devrait impliquer un pic de défaillances avec un retard de un à trois ans. Toutefois, outre des difficultés à rassembler les données pour l'ensemble de notre échantillon, cette variable ne s'est pas révélée pertinente pour expliquer l'évolution des défaillances. En effet, en période de ralentissement, les entreprises les plus anciennes sont également affectées (*encadré n°2*). Ainsi, cette évolution non linéaire fragilise le pouvoir explicatif de cette variable. La seconde se réfère à la disparition des jeunes entreprises. Une jeune entreprise défaillante n'a pas obligatoirement constitué un passif suffisamment important pour être en situation d'incapacité de recouvrement, et donc aboutir à une procédure judiciaire de liquidation. Une radiation sans liquidation peut suffire, or les données de défaillances se composent uniquement de liquidations d'entreprises.

Enfin, la corrélation positive entre le volume de crédits accordés aux entreprises non-financières et les défaillances est moins intuitive, nécessitant d'exclure

cette variable du modèle. En effet, pour notre échantillon le modèle nous indique qu'une augmentation des crédits accordés aux entreprises non-financières participe à l'accroissement du nombre de défaillances. Or au premier abord, davantage de crédits aux entreprises est un signal positif puisqu'il démontre une certaine volonté de développement et de confiance dans les perspectives de croissance. Mais la période d'étude capte le surendettement des entreprises en 2008 et la corrélation devient alors négative et supérieure à 50% à partir de janvier 2011.

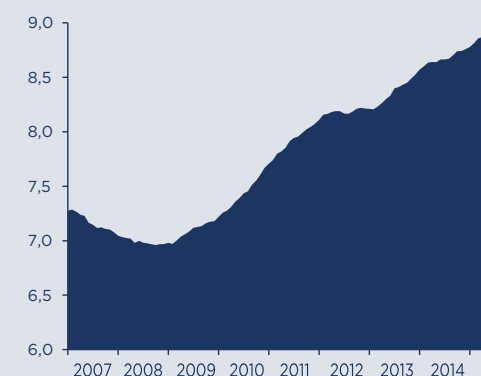
ENCADRÉ N°2

La mortalité des entreprises en fonction de leur âge

Le risque de défaillance d'une entreprise augmente proportionnellement avec son âge⁽¹⁶⁾ mais n'en est pas pour autant linéaire. Deux concepts majeurs décrivent le phénomène de courbe en « U » : handicap de l'adolescence⁽¹⁷⁾ (*liability of adolescence*) et celui du vieillissement⁽¹⁸⁾ (*liability of aging*).

Les premiers mois de vie d'une entreprise s'associent au handicap de l'adolescence : le risque de défaillance y est faible, puis augmente avec le temps pour atteindre son paroxysme autour de 3 ans environ, et enfin se réduit avec l'âge. L'entreprise bénéficie en effet de son stock de ressources initial jusqu'à son épuisement. Mais avec le temps, le risque de défaillance peut augmenter selon le concept du handicap du vieillissement. Avec l'âge, les entreprises ne sont plus incitées à innover, à développer leur activité ou encore à réduire la concentration de leur portefeuille clients. Dans un contexte stable et dynamique de croissance de l'économie, elles ne sont pas pénalisées. Mais une période de ralentissement prolongée précipite une partie de ces sociétés anciennes vers la faillite en raison de l'accroissement des pressions concurrentielles. Pour ces raisons, en France, l'âge moyen d'une entreprise défaillante augmente depuis début 2009 (*graphique n°10*). Une récente étude de la Banque de France⁽¹⁹⁾ a également démontré que la crise de 2008 avait affecté les entreprises plus anciennes comme les plus récentes.

Graphique n°10
Âge moyen d'une entreprise défaillante en France (en années)



Sources : Scores & Décisions, Coface

(16) Freeman, Carroll, Hannan, « The liability of newness : Age dependence in organizational death rates », *American Sociological Review*, 1983

(17) Fichman et Levinthal, « Honeymoons and the Liability of Adolescence: A New Perspective on Duration Dependence in Social and Organizational Relationships », 1991

(18) Barnett, « The organizational ecology of a technological system », *Administrative Science Quarterly*, 1990

(19) Fougère, Golfier, Horny et Kemp, « Quel a été l'impact de la crise de 2008 sur la défaillance des entreprises ? », Banque de France, 2013

Les coefficients obtenus par le modèle n°1 peuvent être interprétés dans la mesure où ils sont approximés avec un intervalle de confiance supérieur à 99%. Cela résulte du fait que nous avons choisi, avec la procédure de sélection automatique (voir encadré n°3), les variables qui permettent une stabilité statistique et une interprétation économique la moins biaisée.

Tableau n°3
Estimations des paramètres

Coefficients	Coface %	Climat Index	FBCF %	Permis %
Total	0,65**	-0,30**	-0,67**	-0,43**
Sud	0,87**	-0,60**	-0,22	-1,52**
Zone euro hors sud	0,09	-0,29**	-1,00**	-0,32**
Hors zone euro	0,35**	-0,28**	-1,02**	-0,25**

** p-value < 0,01, * p-value < 0,1

Source : Coface

Chaque variable est exprimée en pourcentage, sauf l'indice de climat des affaires qui est exprimé en valeur et varie autour de zéro. Lorsque le coefficient est positif et que la variable associée augmente, les défaillances croîtront. A l'inverse, s'il est négatif et que la variable associée progresse, les défaillances baisseront. Ainsi, un accroissement de l'investissement de 10% est associé à une baisse des défaillances de 6,7% sur un an. L'amélioration du climat des affaires, l'augmentation du nombre de permis de construire (considérant que pour la France 31% des défaillances sont liées au secteur de la construction) ainsi que l'accroissement de l'investissement ont alors tendance à réduire le nombre de défaillances des entreprises.

Les spécificités géographiques ont ensuite été isolées entre les pays du sud de l'Europe (Espagne, Italie et Portugal), les pays de la zone euro hors pays du sud (Allemagne, Belgique, Finlande, France et Pays-Bas) et les pays hors zone euro (Danemark, Norvège, Royaume-Uni et Suède). Il en ressort la forte implication de la construction pour les pays du sud en lien avec leur forte spécialisation (voir page 12, annexe 2) : une augmentation des permis de construire de 10% engendre une baisse des défaillances de 15%. Pour les autres pays de la zone euro et hors zone euro, la dynamique de l'investissement privé a un pouvoir explicatif élevé (voir page 7, « la faiblesse de l'investissement pèse sur le potentiel de croissance ») : une augmentation de 10% de la FBCF implique une baisse de 10% des défaillances.

Les défaillances devraient continuer de baisser d'ici fin 2015

Les prédictions d'évolution des défaillances d'entreprises obtenues par le modèle n°2 sont approximées avec un intervalle de confiance de 95%. Nous observons que les tendances de 2014 se poursuivront dans l'ensemble des pays étudiés (tableau n°4, page 10). Les plus fortes dégrues devraient se matérialiser en Espagne, au Portugal et aux Pays-Bas. Notons que ces trois pays avaient enregistré les hausses les plus fortes en 2013 (graphique n°1, page 3). Il s'agit donc avant tout d'un effet de rattrapage et d'un retour à la normale du nombre d'entreprises en liquidation.

ENCADRÉ N°3

Méthodologie du modèle de prévision

MODÈLE N°1 : EXPLIQUER

Notre but est d'estimer une régression linéaire à plusieurs variables afin d'expliquer les variations des défaillances d'entreprises dans les 12 pays de notre échantillon. Nous avons d'abord recours à une procédure de sélection automatique des variables (procédure de sélection selon les critères dits « Akaike ») à intégrer au sein du modèle. Nos quatre variables sont finalement retenues. Notre but est alors d'approximer l'équation suivante :

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta X_{i,t} + W_i + \epsilon_{i,t}$$

Où $Y_{i,t}$ correspond à la variation annuelle des défaillances pour le pays i à l'instant t . $\beta_0 + \beta X_{i,t}$ correspond à une équation linéaire classique dans laquelle apparaissent les quatre variables que nous avons sélectionnées (Coface, Climat, FBCF, Permis). $\epsilon_{i,t}$ correspond à l'erreur (ou résidu) entre la véritable valeur $Y_{i,t}$ et notre estimation. Enfin, notre modèle intègre W_i qui correspond à toutes les caractéristiques propres à chaque pays et non exprimées explicitement par nos variables (PIB, chômage, etc.). Intégrer ce coefficient permet dans le cas d'un modèle en panel d'avoir une meilleure estimation des coefficients associées à nos quatre variables. Cette méthode s'appelle le contrôle des caractéristiques individuelles par inclusion d'effets fixes W_i .

MODÈLE N°2 : PRÉVOIR

Nous estimons une régression alternative afin de prévoir la variation des défaillances à court terme. Le postulat est de considérer les variables sélectionnées dans le premier modèle comme indicateurs avancés. Autrement dit, ces variables corrélées dans le temps avec les défaillances d'entreprises, peuvent influencer sur les variations futures des défaillances. Quantifier le lien entre les défaillances et nos cinq variables avancées de neuf mois nous permet d'estimer les défaillances d'entreprises pour la fin de l'année 2015.

$$Y_{i,t} = \beta_0 + W_i + \alpha_i Y_{i,t-9} + \beta X_{i,t}$$

On utilise les mêmes coefficients pour l'ensemble des pays afin d'avoir une meilleure approximation. On corrige ensuite pour chaque pays. Le résultat $Y_{i,t}$ correspond à notre prévision de $Y_{i,t}$ grâce aux indicateurs décalés de neuf mois $Y_{i,t-9}$. W_i correspond au même terme, capturant les effets fixes, que celui du modèle décrit précédemment $Y_{i,t-9}$ correspond aux défaillances prises neuf mois auparavant, permettant ainsi de capturer un effet « boule de neige ». On utilise les mêmes coefficients pour l'ensemble des pays afin d'avoir une meilleure approximation. On corrige ensuite pour chaque pays individuellement en fonction des écarts avec le modèle général.

En Allemagne, la baisse des défaillances qui s'observe depuis fin 2010 pourrait prendre fin puisque nous prévoyons une variation comprise entre -3% et 0% à la fin 2015. Cette situation reflète davantage une normalisation des défaillances puisque en nombre, elles ont touché un plus bas depuis 1996 à 23 500 entreprises concernées annuellement. En Belgique, la dynamique de baisse des défaillances pourrait se stabiliser. La situation des entreprises bénéficie d'une demande privée plus vigoureuse (+0,7% au 1^{er} trimestre 2015). Le climat des affaires n'a pas été aussi bien orienté depuis juin 2014 et l'octroi de crédits aux entreprises non-financières croît depuis avril 2015 pour atteindre + 1,2% à fin juillet 2015 en moyenne annuelle. Toutefois, le secteur immobilier demeure sous contrainte et le nombre de permis de construire résidentiels enregistre une baisse de 13% en moyenne annuelle à 46 200 permis soit un plus bas depuis avril 2014. En considérant que 37% des défaillances à fin juin 2015 concerne le secteur de la construction, il existe donc un risque d'augmentation des défaillances en 2015.

La Norvège et l'Italie devraient voir leurs défaillances encore augmenter. L'Italie, qui a connu la plus forte augmentation en 2014 de 11%, restera dans le rouge en 2015 avec une prévision de 7%. Les causes y sont structurelles. C'est l'un des pays du sud de l'Europe avec la plus forte contribution de l'industrie dans son économie (voir annexe n°2, page 12). Or les entreprises italiennes pâtissent d'un environnement concurrentiel élevé notamment vis-à-vis de l'Allemagne. En effet, l'élasticité prix élevée démontre une faible valeur ajoutée de ses exportations. Notons que

notre modèle ne prend pas en compte les effets de la dépréciation de l'euro sur les exportateurs italiens. Leurs exportations de biens progressent ainsi de 3,5% en moyenne annuelle à fin juin 2015. D'autre part, les retards de paiement les plus longs de notre échantillon pèsent sur la trésorerie des entreprises. Enfin, l'omniprésence de petites structures fragilise leur viabilité. En Norvège, l'accroissement des défaillances perdurera avec une prévision de +6% en 2015 comme en 2014. En lien avec la baisse des prix du pétrole, les entreprises spécialisées resteront sous pression en cette fin d'année

Tableau n°4
Prévisions de liquidations d'entreprises par pays

PAYS	2014		2015		
	nombre	var%	nombre	var%	inter*
Allemagne	24 085	-7%	23 700	-2%	-3 ; 0
Belgique	10 736	-9%	10 600	-1%	-2 ; 0
Danemark	4 049	-19%	3 800	-5%	-7 ; -3
Espagne	6 407	-30%	5 100	-20%	-22 ; -19
Finlande	2 953	-6%	2 700	-8%	-9 ; -6
France	44 123	-3%	42 800	-3%	-4 ; -2
Italie	15 714	11%	16 800	7%	5 ; 9
Norvège	3 434	6%	3 600	6%	5 ; 7
Pays-Bas	9 669	-22%	7 600	-21%	-23 ; -20
Portugal	13 489	-13%	11 300	-16%	-18 ; -15
Royaume-Uni	17 120	-9%	15 400	-10%	-11 ; -8
Suède	7 395	-6%	7 000	-6%	-7 ; -4

* Intervalle de confiance du coefficient en pourcentage

Source : Coface

CONCLUSION

La crise financière a précipité bon nombre d'entreprises vers la faillite. En 2009, les 12 pays de notre échantillon enregistraient des hausses du nombre de défaillances. Si l'activité a rebondi l'année suivante, le répit fût de courte durée puisqu'en 2012 et 2013 les entreprises ont dû faire face à un nouveau ralentissement des économies de la zone euro.

La sortie de récession de la zone euro en 2014 a largement profité aux entreprises avec des baisses de défaillances dans 10 des 12 pays étudiés. Elles ont adapté leur structure de coût et réduit le poids de leur endettement leur permettant de reconstituer leurs marges.

En 2015, la décline des défaillances se poursuivra à un rythme semblable à celui de 2014 dans la plupart des pays de notre échantillon en lien avec la légère accélération de la croissance en zone euro.

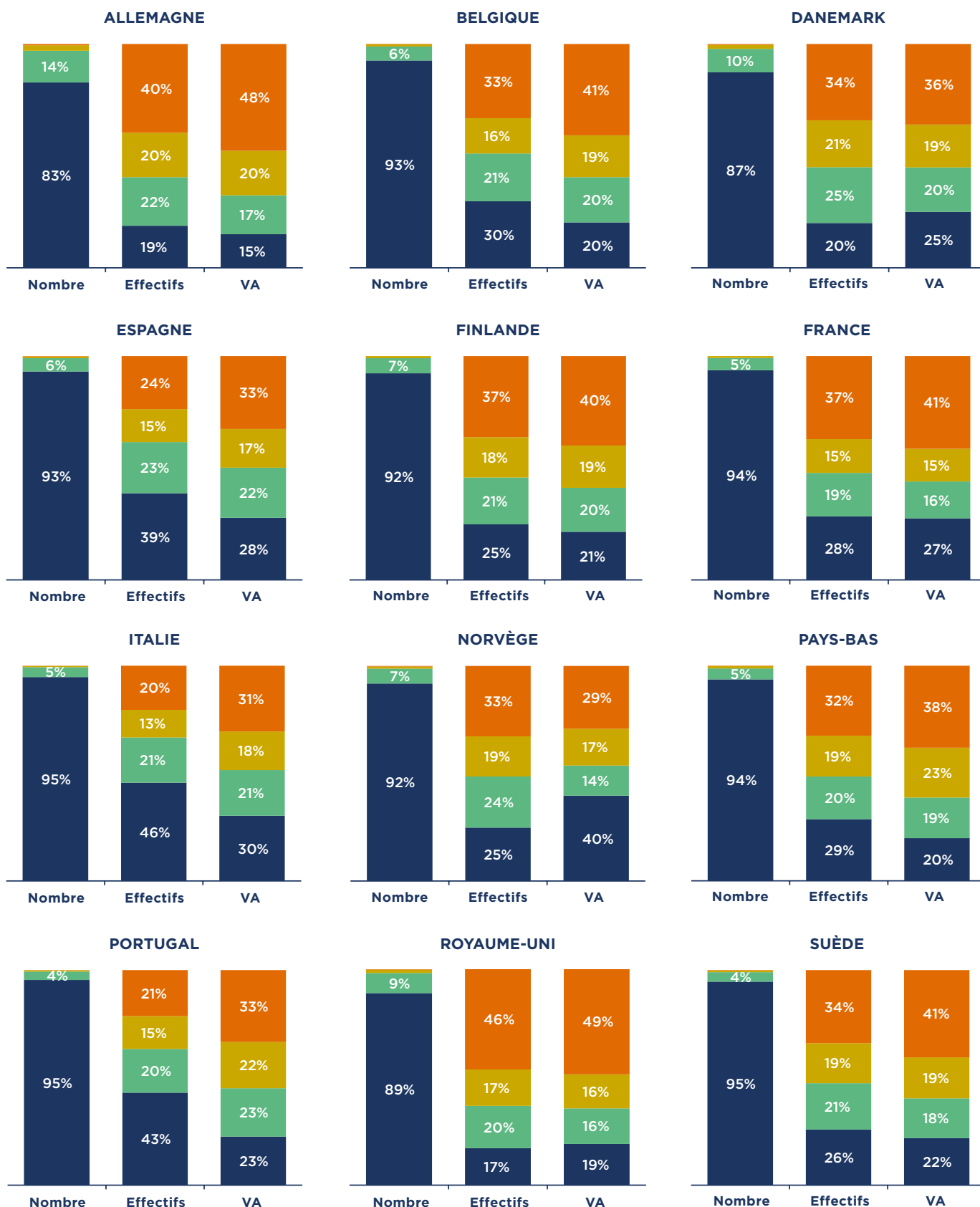
Toutefois, la situation des entreprises de certains pays demeure problématique. C'est notamment le cas de l'Italie et de la Norvège dont les défaillances d'entreprises devraient augmenter respectivement de 7% et 6% en 2015. Les nombreuses entreprises norvégiennes spécialisées dans l'énergie continueront de souffrir du bas prix du pétrole. En Italie, le lent redémarrage de l'économie pèsera encore sur les plus petites entreprises, omniprésentes dans ce pays.

ANNEXES

ANNEXE N°1 : Répartition des entreprises par tranche d'effectifs (2014)

Source : SME Performance Review, Eurostat

■ 0-9 ■ 10-49 ■ 50 - 249 ■ 250 +



ANNEXE N°2 : Répartition des entreprises par secteur d'activité

Source : SME Performance Review, Eurostat

— Nombre 2014 — VA 2014 - - - - VA 2008

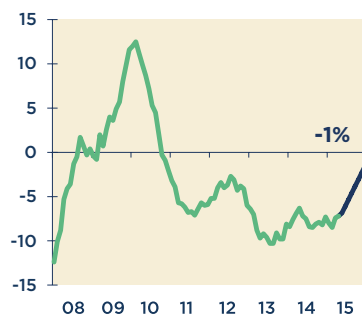


ANNEXE N°3 : variation des défaillances d'entreprises et prévisions COFACE (moyenne annuelle)

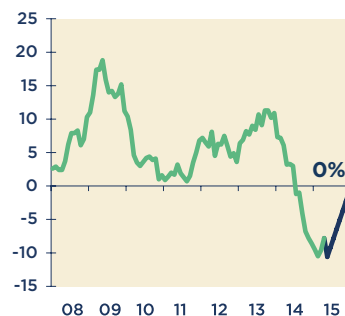
Source : Reuters et coface

— Défaillances — Prévisions

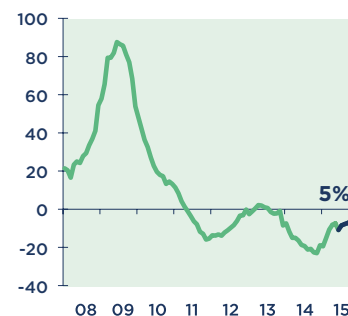
ALLEMAGNE



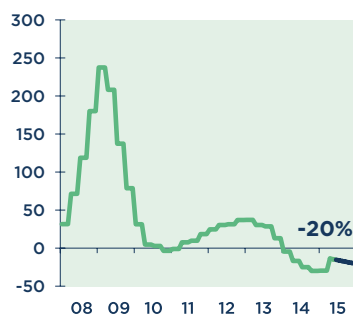
BELGIQUE



DANEMARK



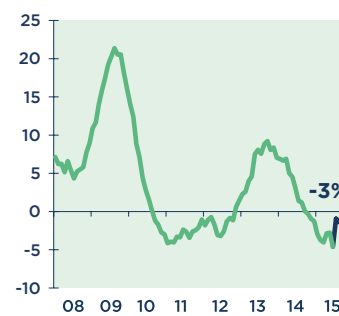
ESPAGNE



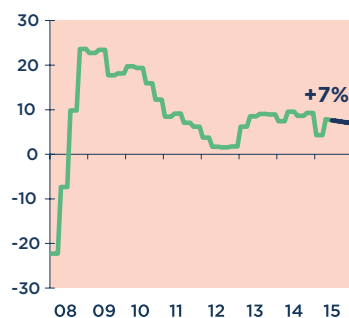
FINLANDE



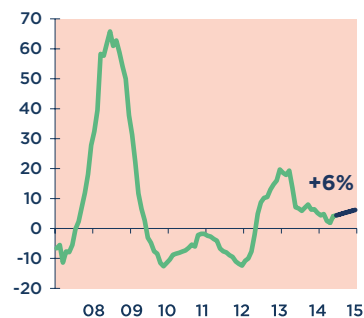
FRANCE



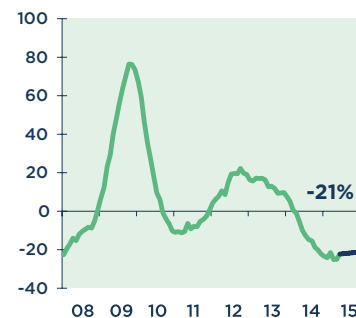
ITALIE



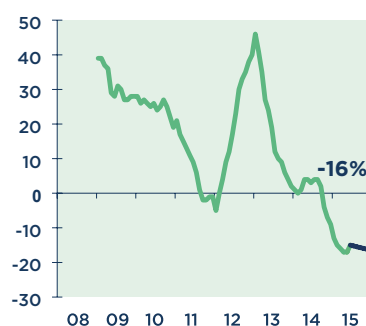
NORVÈGE



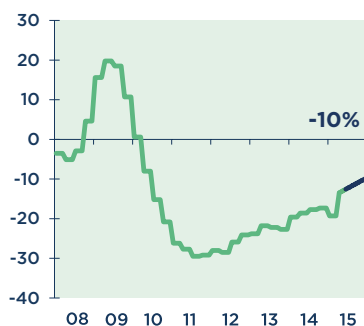
PAYS-BAS



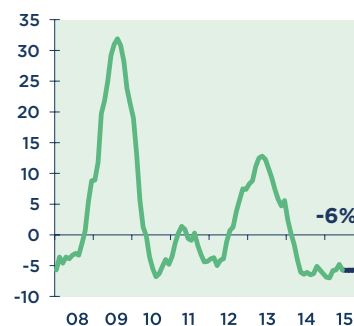
PORTUGAL



ROYAUME-UNI



SUÈDE



RÉSERVE

Le présent document reflète l'opinion de la direction de la recherche économique de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document. Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs. Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assumera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document. Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface. Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

Photo : © Fotolia - Maquette : Les Éditions stratégiques

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France

www.coface.fr

