



# DÉFAILLANCES, DETTE, CONJONCTURE

Les voyants passent à l'orange  
pour les entreprises

[www.eulerhermes.fr](http://www.eulerhermes.fr)

# SOMMAIRE

## ÉTUDES ÉCONOMIQUES EULER HERMES

### LE BULLETIN ÉCONOMIQUE

N° 1252-1253 | DÉCEMBRE 2018-JANVIER 2019

Les dossiers

#### LE BULLETIN ÉCONOMIQUE D'EULER HERMES

GROUP est publié mensuellement par la Direction des Études économiques d'Euler Hermes Group. Il est destiné aux clients d'Euler Hermes Group, mais est aussi disponible sur abonnement pour des entreprises ou organismes extérieurs. Reproduction autorisée sous réserve de mention de la source.

Se renseigner auprès de la Direction des Études économiques.

#### DIRECTEUR DE LA PUBLICATION ET CHEF

ÉCONOMISTE : Ludovic Subran

#### ÉTUDES MACROÉCONOMIQUES ET RISQUES

PAYS : Alexis Garatti (Responsable), Ana Boata, Stéphane Colliac, Georges Dib, Mahamoud Islam, Dan North, Manfred Stamer (Economistes pays)

#### ÉTUDES SECTORIELLES ET DÉFAILLANCES

D'ENTREPRISES : Maxime Lemerle (Responsable), Catharina Hillenbrand-Saponar, Marc Livinec, Sergey Zuev (Conseillers sectoriels)

SUPPORT : Sabine Allary (Assistante), François de Panisse Passis, Yang He et Abdul Rahman Kassab (Assistants de recherche)

ÉDITION : Martine Benhadj

CONCEPTION GRAPHIQUE : Claire Mabillet

PHOTO CRÉDIT : Adobe Stock

POUR TOUS RENSEIGNEMENTS : Direction des Études économiques 1, place des Saisons 92 048 Paris La Défense CEDEX – Tél. : +33 (0) 1 84 11 50 46 – Courriel : [research@eulerhermes.com](mailto:research@eulerhermes.com) > Euler Hermes Group – Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 13 645 323,00 €, RCS Nanterre 552 040 594

IMPRESSION : Printcorp – Dépôt légal décembre 2018-janvier 2019 ; issn 1162 – 2 881 Achevé de rédiger le 13 décembre 2018

- 3 **ÉDITORIAL**
- 4 **DÉFAILLANCES, DETTE, CONJONCTURE**  
**Les voyants passent à l'orange pour les entreprises**
- 6 **CROISSANCE FRANÇAISE**  
Un optimisme raisonnable pour 2019
- 8 **DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES**  
Une spirale négative est enclenchée
- 9 **ENTREPRISES**  
Vous reprendrez bien un peu de dette ?
- 10 **DES PME FRANÇAISES**  
À la traîne de leurs consœurs européennes
- 11 **NOTATIONS SECTORIELLES**  
À « l'ouest » d'Éden
- 12 **CONSTRUCTION**  
Turbulences modérées, mais sans ceinture
- 14 **Et la France dans tout ça ?**
- 15 **TRANSITION ÉCOLOGIQUE**  
La question qui fâche à 3 trillions de dollars
- 16 **RETROUVEZ-NOUS SUR LE WEB**  
**MON ESPACE EH, VOTRE SITE DÉDIÉ**



# AU REVOIR 2018 BONJOUR 2019

## ÉDITORIAL

Ludovic Subran

La trêve des confiseurs est l'occasion de prendre du recul sur ce que 2018 nous a apporté, et ce que nous demanderions volontiers au Père Noël pour 2019. Avec un œil dans le rétroviseur, nous apercevons plus de divergence, de populisme, la fin de l'argent facile, tout ceci appelant à plus de sélectivité.

### Trois leçons pratiques :

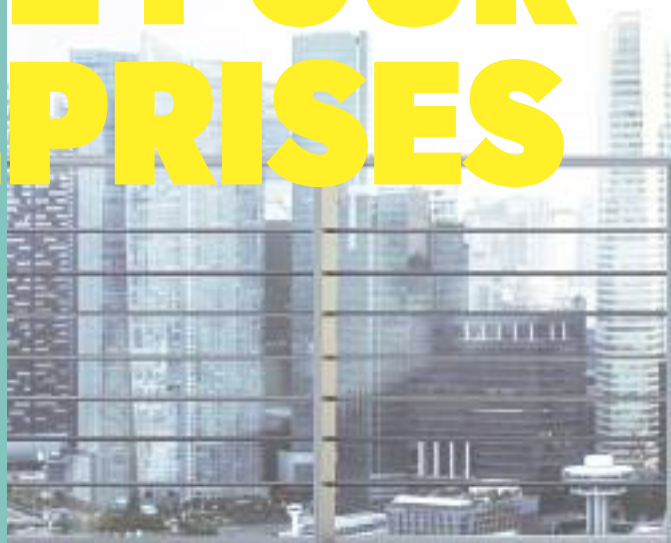
- ❶ La politique du président Trump a réveillé la croissance américaine, mais avec un coût élevé. Les baisses d'impôts et la déréglementation ont permis une croissance de +3% du PIB et des salaires. C'est appréciable au regard du reste du monde. Toutefois, en considérant la hausse des déficits (budgétaire et commercial) et les risques croissants (dette des entreprises, hausse des taux), c'est un réveil qui pourrait devenir brutal.
- ❷ Les marchés émergents sont de nouveau dans la lumière. Le risque protectionniste et le resserrement des conditions monétaires aux États-Unis (taux et dollar plus élevés) ont ajouté à l'incertitude, jusqu'à provoquer des crises ouvertes en Turquie et en Argentine. De grands pays, comme le Mexique et le Brésil, ont porté à leur tête des leaders susceptibles d'adopter des mesures non orthodoxes.
- ❸ L'Europe et la Chine ont commencé à ressentir des vents contraires. La Chine a réagi à un net ralentissement de sa croissance par des mesures vigoureuses (subventions, apports en liquidité). En Europe, la coordination difficile entre efforts budgétaires et structurels a pesé, et le risque politique s'est accru, pas simplement en Italie ou en lien avec le Brexit, mais également en France ou en Allemagne.

### En cherchant à anticiper ce que tout cela signifie pour 2019, la question essentielle se rapporte aux entreprises, en termes de transformation et de risques :

- ❶ Les règles du jeu changent rapidement. Les scénarios centraux considéreront toujours que les risques resteront sous contrôle (guerre commerciale, Brexit, Italie). Toutefois, il convient de modérer son optimisme. Ces risques affectent déjà l'environnement des affaires, qui de fait évolue rapidement et affecte les chaînes de production et le financement des entreprises.
- ❷ Le coût du risque s'accroît, mais également les coûts au commerce ou à l'investissement. Les marchés sont devenus plus volatils, ce qui peut affecter les entreprises avec les besoins en refinancement les plus élevés. Le risque de crédit s'accroîtra et les défaillances augmenteront en 2019 pour la 3ème année consécutive : la construction, le commerce de détail et les services devront être scrutés.
- ❸ L'incertitude interrompra-t-elle la transformation en cours dans les entreprises ? Même si la demande devrait être soutenue en 2019 par le retour du pouvoir d'achat, l'épargne de précaution et l'aversion pour le risque pourraient faire leur retour au niveau qui était le leur entre 2012 et 2016. La digitalisation et l'internationalisation supposent des investissements coûteux pour les entreprises.

Stéphane Colliac

# DÉFAILLANCES, DETTE, CONJONCTURE LES VOYANTS PASSÉS À L'ORANGE POUR LES ENTREPRISES



# RE ENT



Les nuages se sont accumulés sur les entreprises au fil de l'année 2018. Même si la croissance française devrait réaccélérer début 2019, les difficultés rencontrées jusqu'ici ont eu un impact notable.

L'horizon s'est obscurci pour des secteurs aussi importants que la construction ou l'automobile. Et alors que la dette des entreprises atteint un nouveau sommet, les défaillances d'entreprises repartent à la hausse.

# CROISSANCE FRANÇAISE UN OPTIMISME RAISONNABLE POUR 2019

Stéphane Colliac

- L'année 2018 se termine sur un ressenti négatif et une croissance de +1,5% sur l'année, bien inférieure à celle de 2017 (+2,3%).
- L'attente principale pour 2019 est une réaccélération à +1,7% de la croissance du PIB, basée sur un rebond modéré de la consommation (+1,2% en 2019, après +0,8% en 2018).
- 2019 devrait toutefois être une année de stagnation de l'investissement des ménages, une première depuis 2015.

## UN PETIT COUP D'ŒIL DANS LE RÉTROVISEUR

L'année 2018 a été beaucoup plus perturbée qu'initialement escompté. La croissance française a été affectée par une hausse non anticipée du prix du pétrole, particulièrement préjudiciable dans un contexte de contraintes de revenu pesant sur les ménages les moins aisés: le revenu moyen des Français n'a que marginalement progressé entre 2008 et aujourd'hui, tandis que le chômage reste de près de 2pp supérieur à son niveau de 2007.

À ces contraintes se sont ajoutés deux trimestres particulièrement perturbés par les mouvements sociaux, le 2ème trimestre avec des grèves prolongées dans les transports et le 4ème trimestre marqué par le mouvement des gilets jaunes, largement préjudiciable au commerce.

En définitive, nous estimons la croissance en 2018 à +1,5%, avec notamment une stagnation de l'économie au 4ème trimestre. Ceci signifie que la croissance aura été encore plus faible qu'aux 1er et 2ème trimestres (croissance de +0,2% chacun). Les deux maillons faibles ont été la consommation des ménages (+0,8% sur l'année, avec des contractions aux 2ème et 4ème trimestres) et l'investissement des ménages (en stagnation sur le 1er semestre et entré en contraction à partir du 3ème trimestre).

## 2019 : DU VENT DANS LES MOLLETS

Alors que le panorama conjoncturel se dégradait à nouveau au 4ème trimestre, c'est paradoxalement là que la meilleure nouvelle de l'année est intervenue. Le pétrole a enfin quitté son niveau record de 85 dollars le baril, pour tomber en quelques semaines à 60 dollars. Cette baisse, qui provient d'inquiétudes sur un nouvel excès d'offre, devrait permettre une baisse rapide de l'inflation, facilitée également par l'annonce du gouvernement qu'il ne mettrait pas en œuvre de hausse de la taxation au 1er janvier. Ainsi, l'inflation devrait baisser de +2,2% a/a en octobre 2018 à +1% en mai prochain.

Cette évolution, ajoutée aux mesures budgétaires annoncées en vue de revaloriser le SMIC et de diminuer diverses cotisations sociales (exemption sur les heures supplémentaires, mesures favorables aux retraités) devrait faire de 2019 une année très différente de 2018 en matière de pouvoir d'achat. Ce dernier progresserait ainsi de +3%, pour peu que le prix du pétrole ne re-



bondisse pas trop vigoureusement. En conséquence, la consommation des ménages devrait croître de +1,2% en 2019 (contre +0,8% en 2018), un bol d'air relatif après deux années de consommation atone.

## LES CHAÎNONS MANQUANTS

Il est toutefois un domaine dans lequel 2019 devrait renforcer les tendances observées en 2018: le ralentissement de l'investissement résidentiel des ménages n'a fait que s'intensifier, pour même virer dans le rouge à partir du 3ème trimestre. Cette tendance ne devrait pas s'inverser avant le milieu d'année prochaine, tant et si bien que l'investissement des ménages devrait connaître une croissance nulle l'année prochaine.

Le marché du travail a, lui, été passablement affecté par le ralentissement brutal de la croissance en 2018. Les créations d'emplois ont nettement diminué (estimées à 90 000), soit moins qu'en 2017 (326 000), mais aussi moins qu'en 2016 ou 2015. En conséquence, le taux de chômage s'est stabilisé autour de 9%



# 0%

Croissance attendue  
de l'investissement résidentiel  
des ménages en 2019

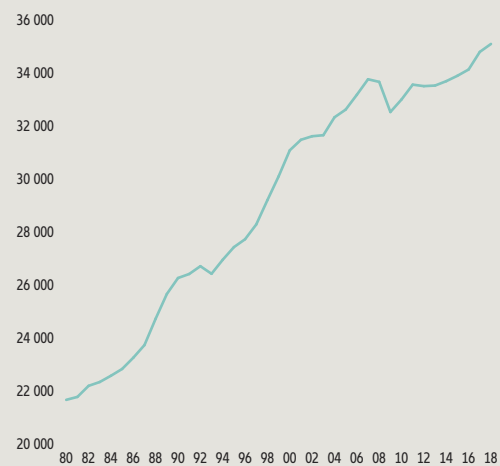
de la population active et la croissance des salaires ne s'est que marginalement accélérée et devrait terminer l'année 2018 à +1,5% (elle était déjà de +1,4% a/a au 1er trimestre).

### SECTEURS : L'AGROALIMENTAIRE ET L'AUTOMOBILE À LA TRÂÎNE

Les entreprises françaises ont connu une diminution notable de la croissance de leur chiffre d'affaires et vont donc probablement entamer l'année 2019 bien moins confiantes qu'elles n'avaient entamé l'année 2018. Dans ce panorama, deux secteurs ont été plus affectés que d'autres. L'automobile et l'agroalimentaire ont connu une croissance zéro de leur chiffre d'affaires au 3ème trimestre 2018 (par rapport à la même période de 2017). Le commerce automobile connaît même une tendance inquiétante, avec une nette augmentation des défaillances d'entreprises (+5% entre mai et octobre), témoignant de difficultés soudaines dans le secteur, à même d'assombrir également les perspectives du secteur pour 2019.

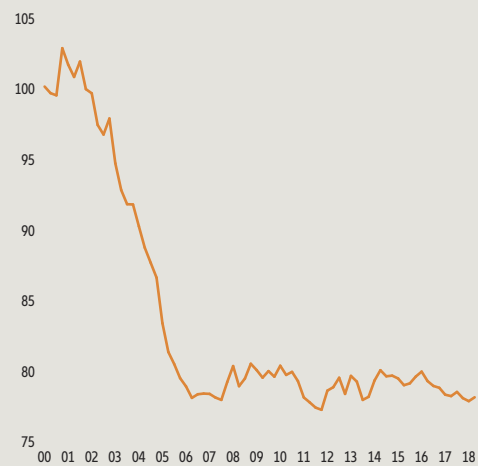
Le secteur de la construction bénéficie quant à lui toujours de la bonne dynamique de l'investissement des entreprises, ainsi que l'investissement public. Les travaux publics présentent donc des perspectives favorables, qui ont tendance à équilibrer les perspectives négatives perceptibles dans le résidentiel. Ces éléments plus positifs s'ajoutent à des perspectives toujours favorables pour le secteur des services aux entreprises, dont le chiffre d'affaires reste à la hausse (+6,5%) et entame l'année 2019 sous de bons auspices, avec un investissement des entreprises qui devrait à nouveau augmenter de +3,7%, croissance qui devrait provenir une nouvelle fois pour plus de la moitié des investissements dans le digital. Les secteurs liés aux technologies de l'information et de la communication, ainsi qu'à l'électronique bénéficient de cette dynamique, avec une croissance de 4% de leurs chiffres d'affaires au 3ème trimestre 2018 et des perspectives toujours favorables pour 2019.

**GRAPHIQUE 1 : REVENU PAR HABITANT EN FRANCE**  
(prix constants)



Sources : FMI, Euler Hermes

**GRAPHIQUE 2 : REVENU DISPONIBLE BRUT DES MÉNAGES, DIVISÉ PAR LES PRIX IMMOBILIERS**



Sources : IHS Global Insight, Euler Hermes

# DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES UNE SPIRALE NÉGATIVE EST ENCLENCHÉE

Stéphane Colliac

→ Les défaillances d'entreprises s'accroissent depuis mai 2018. Une inversion notable puisque jusqu'alors les défaillances diminuaient à un rythme de -7% par an depuis 3 ans.

→ Entre mai 2018 et fin 2019, la hausse attendue est de +5,5%, soit 3 000 entreprises défaillantes de plus et fin 2019, un nombre de défaillances supérieur de +15% au niveau de 2007.

## 2018 A MARQUÉ UNE INVERSION DE TENDANCE

L'année 2018 a vu les conditions auxquelles les entreprises font face se dégrader de plus en plus. Dans le bulletin économique n° 1251, nous décrivions l'impact que cela avait eu, entraînant un rebond des défaillances de +6,2% (a/a) au 3ème trimestre.

La faiblesse de la dépense des ménages s'est prolongée plus longtemps que prévu en 2018 et la répétition des mouvements sociaux a aggravé l'impact de cet affaiblissement structurel. La hausse des défaillances s'est donc élargie à un nombre de secteurs et de régions plus conséquent et il est désormais probable qu'elle perdure dans les mois qui viennent.

## CHIFFRES CLIENTS

À partir du point d'inflexion de mai 2018, c'est à une hausse de +5,5% des défaillances qu'il faut s'attendre d'ici à fin 2019 (dont +2pp en 2019). Au total, il devrait donc y avoir 3 000 entreprises défaillantes de plus sur cette période. À ce niveau, on ne parle plus seulement du risque de sévérité qui concernait de grandes entreprises affectées par un changement de modèle brutal (digitalisation, ubérisation).

On peut approximer l'impact des mouvements sociaux, par la nette envolée des défaillances dans le transport et

dans l'hébergement-restauration, qui devrait expliquer le tiers de cette hausse de 3 000 des défaillances totales. Un facteur aggravant particulièrement visible en Île de France.

La faiblesse persistante de la demande des ménages est l'autre facteur prépondérant, avec une conséquence sur la construction qui devrait connaître une hausse de ses défaillances de l'ordre de 600 unités supplémentaires (soit 20% de la hausse, une proportion normale pour un secteur qui représente 21,5% des défaillances totales).

Le commerce devrait être l'autre grand perdant, avec là encore près de 600 défaillances de plus entre mai 2018 et la fin 2019. Les mouvements sociaux de la fin d'année sont venus aggraver une situation déjà précaire, et ce dans tous les types de commerce. La principale surprise concerne peut-être le commerce automobile, avec des défaillances en hausse inattendue de +5% entre mai et octobre 2018, le secteur ayant été largement perturbé par la volatilité inhabituelle liée aux nouvelles normes d'homologation.

## UN RISQUE QUI S'ÉTEND À TOUTES LES RÉGIONS

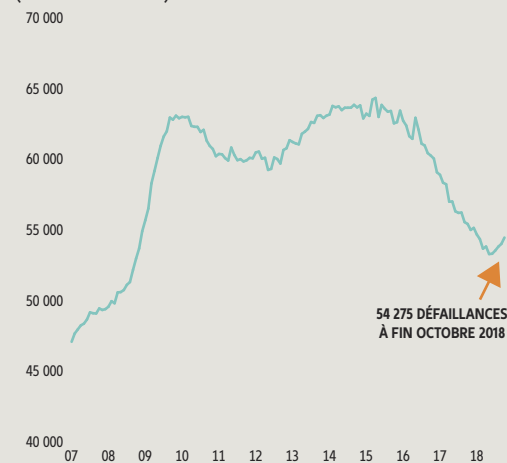
À fin octobre, on observait d'ores et déjà une hausse des défaillances dans 10 régions. Une telle concomitance trouve sa



# +3 000

Nombre de défaillances additionnelles sur un cumul 12 mois fin 2019, par rapport à mai 2018

GRAPHIQUE 3 : DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES EN FRANCE (somme sur 12 mois)



Source: Euler Hermes

source dans des vulnérabilités communes. Les entreprises ont été encouragées à prendre plus de risque avec la croissance observée en 2017, accordant davantage de délais de paiement à leurs clients (74 jours, +2 jours par rapport à 2016).

La transformation de ces délais de paiement allongés en défaillances a d'évidence été conséquente, en raison de la dégradation inattendue de la demande. Eu égard au scénario macroéconomique, nous attendons que cette hausse des défaillances se poursuive dans toutes les régions au moins jusqu'à fin mars 2019, avec une stabilisation à un niveau supérieur de +15% à celui connu en 2007 jusqu'à fin 2019.



# ENTREPRISES VOUS REPRENDREZ BIEN UN PEU DE DETTE ?

Stéphane Colliac

→ La dette des entreprises françaises a augmenté en 2018, après une stabilisation relative en 2017. Elle atteint désormais 74% du PIB, 14pp au-dessus du niveau de 2010.

→ Cet accroissement de la dette est notable pour les PME (+6%), mais également pour les secteurs de l'immobilier et du commerce (+5,9% chacun).

→ Les secteurs d'avenir, dont le digital, ont également été financés de façon croissante par la dette (+8,8% en 2018).



## LA DETTE DES ENTREPRISES A

### SIGNIFICATIVEMENT AUGMENTÉ EN 2018

L'endettement des entreprises françaises a continué de progresser au cours de l'année 2018, pour atteindre 74% du PIB selon nos estimations en fin d'année. Qu'il pleuve ou qu'il vente, on a l'impression d'une tendance inextricable à la hausse. En 2017, où la croissance économique était forte et le coût du crédit faible, cette dette a continué de s'accroître. En 2018, avec beaucoup moins de croissance économique et toujours un coût du crédit très bas, les entreprises françaises ont continué de s'endetter. Cette tendance ne date pas d'hier. C'est à partir de 2010 que les entreprises françaises ont cessé de suivre les tendances enregistrées partout ailleurs en Europe.

Et alors que la dette des entreprises a plutôt diminué en Europe, elle a significativement augmenté en France, de 60% du PIB en 2010 à 74% en 2018.

En 2018, le ralentissement notable de la progression des chiffres d'affaires a joué à la baisse sur les marges d'entreprises. Selon nos estimations, ces marges termineront probablement l'année 2019 à 31%, un point de moins qu'il y a un an et un retour à un niveau plus connu depuis fin 2014. Certes, la baisse récente du pétrole devrait aider désormais, mais l'année 2018 a été difficile.

### LES PME, L'IMMOBILIER, LE COMMERCE ET LE DIGITAL PARTICULIÈREMENT CONCERNÉS EN 2018

La différence notable entre 2017 et 2018, c'est que le financement du cycle d'exploitation a pris plus de place dans l'endettement des entreprises. L'allongement des délais de paiement constaté dès 2017 et l'accroissement des stocks consécutif au repli non anticipé de la demande en 2018 a nécessité un financement d'une nature en partie différente de ce qui avait été consenti en 2017.

Sur des chiffres liés au seul crédit bancaire, on constate que les PME ont vu leur endettement continuer à croître à un rythme rapide (+6% par rapport à 2017), représentant à fin 2018 près de la moitié du crédit des banques aux entreprises.

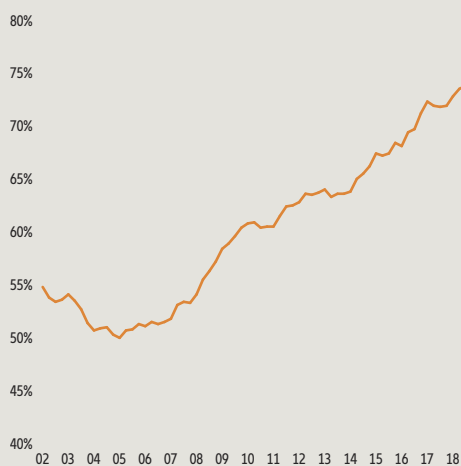
# 74%

Dettes des entreprises françaises fin 2018, +2,3pp au-dessus de la fin 2017

Les gros postes que sont le commerce et les activités immobilières (65% du crédit bancaire aux entreprises) ont vu une croissance de +5,9%, chacun, de leurs encours de dette. Cette dynamique est d'autant plus à remarquer, que ces deux ont été affectés par le ralentissement conjoncturel observé en 2018 et ont connu un rebond de leurs défaillances cette année (voir p. 8).

Les secteurs qui ont vu leur endettement croître le plus ne sont pas ceux qui ont été pris dans ces problématiques. Le secteur de l'information et communication (le poste lié au digital) a enregistré une croissance de son encours de dette de +8,8% et les services aux entreprises de +6,2%. Ces évolutions peuvent être plus problématiques dans un secteur où les marges sont plus réduites (services aux entreprises, 27,5% mi-2018, un plus bas historique) que là où ces marges restent élevées (information et communication, 41,2% mi-2018). L'accroissement de la dette dans un secteur innovant tel que le digital n'est toutefois pas anodin, dans la mesure où l'innovation n'est pas toujours couronnée de succès.

GRAPHIQUE 4 : DETTE DES ENTREPRISES FRANÇAISES (en % du PIB)



Sources : Banque de France, estimations de fin de période Euler Hermes



## SUIVEZ-NOUS

[www.eulerhermes.fr/etude-economique](http://www.eulerhermes.fr/etude-economique)

[www.linkedin.com/company/euler-hermes-france](http://www.linkedin.com/company/euler-hermes-france)

[www.twitter.com/eulerhermesFR](http://www.twitter.com/eulerhermesFR)

## LES MINUTES DE L'ÉCO

[www.eulerhermes.fr/minute-eco](http://www.eulerhermes.fr/minute-eco)

## APPLICATION MOBILE

[www.eulerhermes.fr/appli-eco](http://www.eulerhermes.fr/appli-eco)

## BLOG

[blog.eulerhermes.fr](http://blog.eulerhermes.fr)

## MON ESPACE EH

[www.monespaceEH.fr](http://www.monespaceEH.fr)

RDV sur votre site d'informations dédié pour gérer de manière proactive votre contrat et tout savoir de l'actualité métier, produit et économique d'Euler Hermes.

Pour vous abonner à votre web newsletter mensuelle, envoyez-nous un email à :  
[ehfrancecommunication@eulerhermes.com](mailto:ehfrancecommunication@eulerhermes.com)

### LE BULLETIN ÉCONOMIQUE

est publié mensuellement par la Direction des Études Économiques d'Euler Hermes Group

1, place des Saisons 92048 Paris La Défense Cedex

e-mail : [research@eulerhermes.com](mailto:research@eulerhermes.com) - Tél. : +33 (0) 1 84 11 50 50

Le présent document reflète l'opinion de la Direction des Études Économiques d'Euler Hermes Group.

Les informations, analyses, prévisions, contenues dans ce document sont fondées sur les hypothèses et les points de vues actuels de cette Direction et sont de nature prospective. Dans ce contexte, la Direction des Études Économiques d'Euler Hermes Group n'a aucune obligation de résultat et sa responsabilité ne peut être engagée à ce titre. Ces analyses sont d'ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment.

[www.eulerhermes.com](http://www.eulerhermes.com)



Avec Ecofolio  
tous les papiers  
se recyclent.