

Les défaillances sont de retour : attention à l'effet domino !

2 mai 2016

Irène Herlea, Economiste Junior

✉ irene.herlea.ext@eulerhermes.com

Maxime Lemerle, Responsable des études sectorielles et défaillances

✉ maxime.lemerle@eulerhermes.com

Synthèse

- Pour la première fois depuis 2009, Euler Hermes table sur une augmentation de +2 % des défaillances d'entreprises à travers le monde en 2016, ainsi qu'en 2017. Trois raisons principales expliquent ce rebond : une croissance économique atone depuis trop longtemps, des turbulences accrues dans certains secteurs (matières premières en tête) et l'effet domino des défaillances de grandes entreprises. Le nombre de faillites d'entreprises réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 100 millions EUR est passé de 95 en 2014 à 152 en 2015.
- En 2016, l'Asie-Pacifique (hausse de +13 % des défaillances attendue par rapport à 2015) et l'Amérique latine (+17 %) constituent les zones les plus sensibles. Aux États-Unis, pour la première fois en 6 ans, les défaillances d'entreprises devraient croître de +3 %, tirées par les secteurs de la métallurgie et de l'énergie, qui ont représenté la moitié des faillites d'entreprises cotées en 2015.
- L'Europe de l'Ouest est la seule région où les défaillances devraient reculer, de -5 % en 2016 puis -3 % en 2017. Le nombre annuel de défaillances demeure néanmoins supérieur aux niveaux d'avant la crise dans 11 des 17 pays européens. Un optimisme prudent reste donc de mise, dans la mesure où l'augmentation du risque de défaut de paiement dans les pays émergents pénalise les exportateurs.

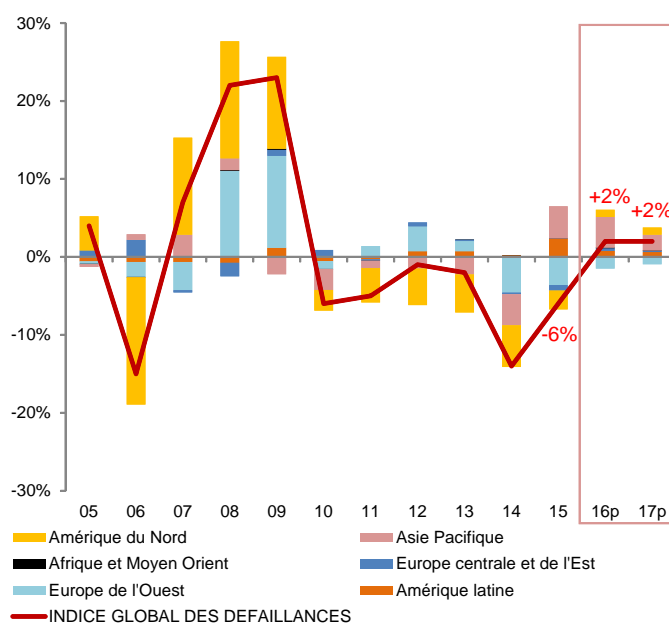
Bilan mondial des défaillances d'entreprises : attention à l'effet domino des grandes faillites

En 2015, l'Indice Global des Défaillances établi par Euler Hermes n'a reculé que de -6 %, contre -14 % en 2014. Plus important encore, selon nos estimations, le nombre de défaillances d'entreprises dans le monde devrait augmenter de +2 % cette année ainsi qu'en 2017. Ce serait la première hausse après 6 années consécutives de baisse. Une croissance au ralenti associée à une mauvaise allocation des liquidités, notamment dans les pays émergents et certains secteurs (industries par exemple) pourraient fragiliser encore davantage les entreprises dont le fonds de roulement s'est érodé ces dernières années.

Euler Hermes dénombre trois raisons principales à ce rebond des défaillances.

Tout d'abord, une croissance et des échanges commerciaux atones. Comme nous l'expliquons dans notre dernier rapport « Les Flops de la croissance mondiale », la croissance mondiale devrait être légèrement plus faible en 2016 (+2,5 %) qu'en 2015 (+2,6 %). En effet, les économies avancées

Graphique 1 : Indice global de défaillances et indices régionaux



Sources : Statistiques nationales, prévisions Euler Hermes

(+1,8 % en 2016) tandis que la reprise dans les pays émergents prendra plus de temps (+3,6 %, un nouveau point bas depuis 2009). En conséquence, 70 % de l'économie mondiale sera en ralentissement ou en récession. Le commerce mondial devrait continuer de se contracter de -2 % en valeur cette année, après une baisse de -10 % l'an dernier, accentuant ainsi la pression sur les revenus des grandes entreprises.

Deuxièmement, certains chocs spécifiques ont des effets de second tour.

La baisse prolongée des prix du pétrole a mis le secteur de l'énergie à rude épreuve. Aux États-Unis, l'effet sur les marges d'exploitation est estimé à -10 milliards USD en 2015 et le ratio moyen Dettes/Fonds propres du secteur est passé de 90 % en 2014 à 130 % en 2015. En 2015, dix entreprises du secteur de l'énergie, affichant un chiffre d'affaires cumulé de 8,5 milliards EUR, ont déposé le bilan aux États-Unis. Six autres entreprises (chiffre d'affaires cumulé de 3,4 milliards EUR) ont connu le même sort au Canada.

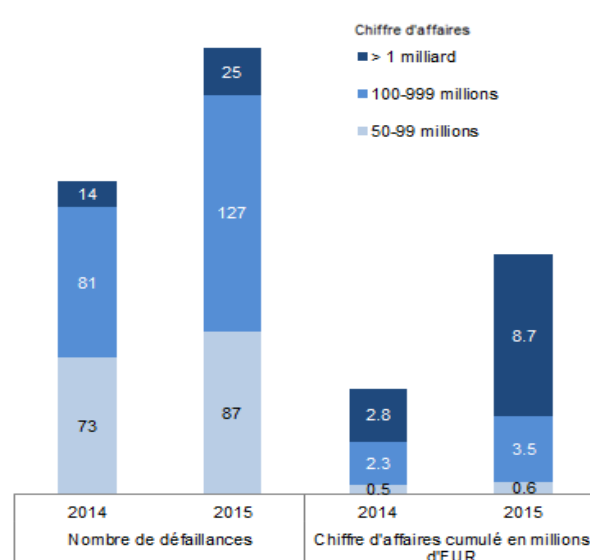
Autre choc, lié à la Chine celui-ci : les aides de l'État aux secteurs à forte intensité capitaliste se tarissent pour se reporter sur les PME et la R&D dans les secteurs à haute technologie, et autres activités haut de gamme. Le secteur sidérurgique chinois est particulièrement touché par cette transition. Ce secteur fait face à des surcapacités persistantes et a enregistré la plus grande défaillance dans le monde en 2015 avec la faillite de Sinosteel, qui pesait 26 milliards EUR de chiffre d'affaires. D'un autre côté, la Chine a été la seule grande économie à n'enregistrer aucune faillite d'entreprises réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 10 millions EUR dans le secteur du Commerce de détail, confirmant l'essor des consommateurs chinois.

Enfin, et en corollaire des deux raisons évoquées ci-dessus, il y a tout lieu de penser qu'une réaction en chaîne (un « effet domino ») est imminente. Les plus grandes faillites ont des conséquences désastreuses pour les fournisseurs si ceux-ci n'ont pas pris les précautions nécessaires. En 2015, 152 entreprises affichant un chiffre d'affaires égal ou supérieur à 100 millions EUR ont fait faillite, contre 95 en 2014 et 110 en 2013. Sur ces 152 entreprises, 25 (14 en 2014) affichaient un chiffre d'affaires supérieur à 1 milliard EUR pour un total de 87 milliards EUR (28 milliards EUR en 2014). Cette forte hausse du nombre de défaillances de grandes entreprises est préoccupante, car elle risque de produire des effets de second tour importants sur les fournisseurs non stratégiques.

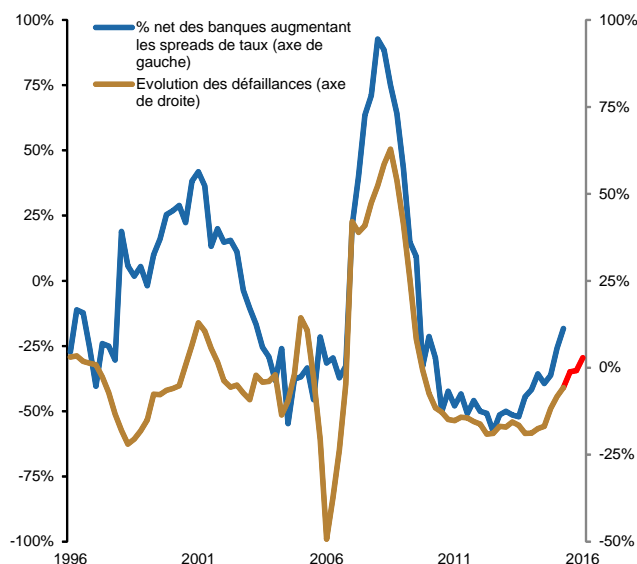
États-Unis : une hausse du nombre de défaillances due à la fin du cycle de reprise, et aux difficultés du secteur de l'énergie

Après 6 années consécutives de repli, Euler Hermes anticipe une hausse des défaillances d'entreprises de +3 % aux États-Unis en 2016 et en 2017.

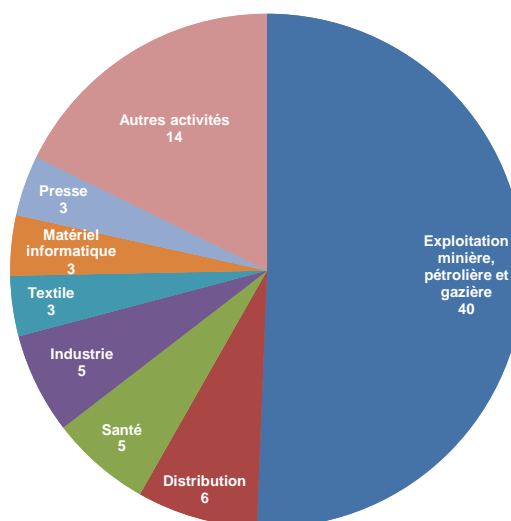
Graphique 2 : Nombre et chiffre d'affaires cumulé des grandes défaillances (par taille de CA)



Graphique 3 : % net des banques durcissant leurs conditions de prêt et évolution des défaillances aux États-Unis



Graphique 4 : Nombre de défaillances d'entreprises cotées aux États-Unis par secteur d'activité en 2015



Ce revirement s'explique en partie par un effet structurel. Le « choc de mortalité » d'entreprises, dû à la crise de 2008, est désormais absorbé et les défaillances américaines sont revenues à un niveau proche de leur « taux naturel ». En 2015, 24 700 entreprises ont fait faillite, soit un chiffre 2,5 fois inférieur au pic enregistré en 2009.

Par ailleurs, l'économie arrive à la fin du cycle de reprise : la croissance du PIB devrait marquer le pas, pour s'établir à +2,1 % cette année, soit 20 pb en deçà du taux de croissance nécessaire à une stabilisation du nombre de défaillances. Les conditions financières se sont également resserrées depuis la hausse des taux par la Fed en décembre, les spreads de crédit ont augmenté, à -18 % en pourcentage net au premier trimestre 2016 – le plus haut niveau depuis le deuxième trimestre 2010.

Enfin, la tempête qui frappe le secteur énergétique vient encore assombrir les perspectives des entreprises américaines. Plombés par les activités liées à ce secteur, les bénéficiaires des entreprises ont dans leur ensemble reculé de -12 % dans le pays à fin 2015. Ce secteur est également à l'origine d'une forte augmentation des défaillances d'entreprises cotées (79 cas contre 54 en 2014), dont la moitié a concerné l'industrie pétrolière et gazière.

Cette année n'a pas débuté sous de meilleurs auspices : 30 entreprises américaines se sont retrouvées en défaut de paiement au premier trimestre 2016 – contre 12 sur la même période en 2015 – dont 8 évoluaient dans l'industrie pétrolière et gazière. De plus, 12 débiteurs (4 dans le secteur énergétique) affichant un passif supérieur à 1 milliard USD se sont placés sous la protection du chapitre 11 de la loi sur les faillites – un chiffre record depuis 2009.

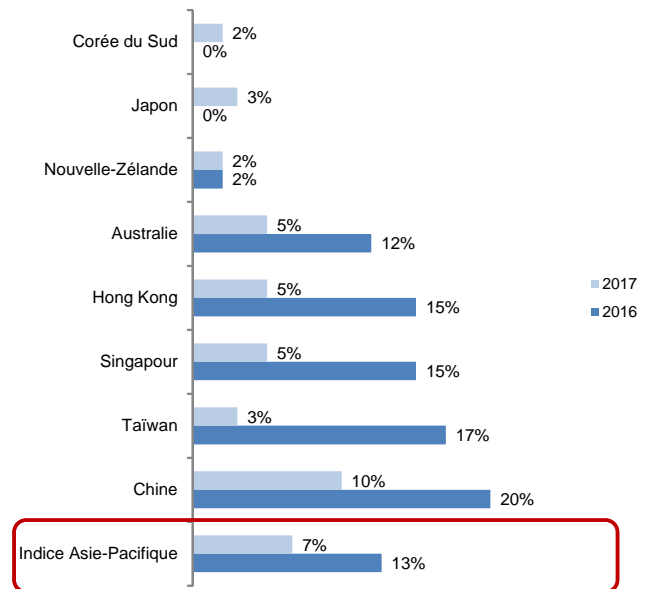
Dans ce contexte, le secteur des services devrait servir de garde-fou et limiter la hausse des défaillances. En effet, alors que le secteur représente plus de 30 % du total des défaillances dans le pays, il devrait rester globalement solide. L'indice ISM des services est fermement ancré en territoire positif (54,5 en mars 2016) et la croissance de l'emploi demeure soutenue : +2,1 % en glissement annuel en février 2016 contre +0,6 % pour les activités industrielles.

Asie-Pacifique et Amérique latine : Détérioration continue du risque de crédit et croissance à 2 chiffres des défaillances d'entreprises en 2016 et en 2017

Les défaillances d'entreprises devraient augmenter rapidement en Asie-Pacifique. Nous estimons que le nombre d'entreprises en faillite progressera de +12 % en 2016, et de +7 % en 2017.

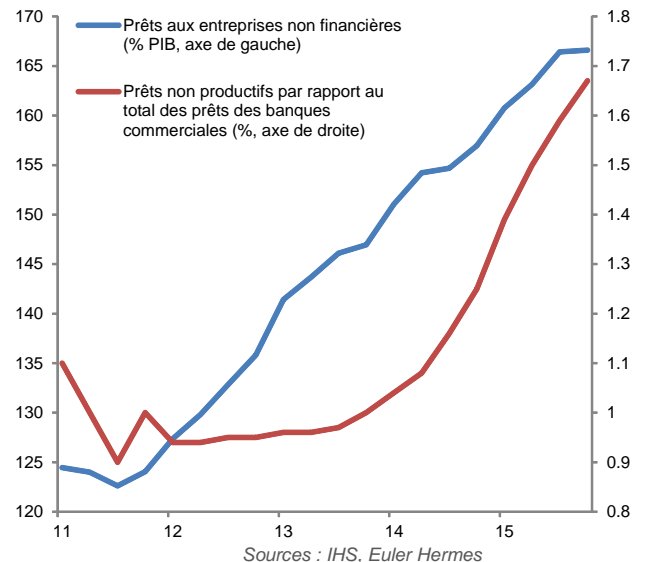
La région entière fait les frais du ralentissement de l'économie chinoise. La croissance du PIB de la Chine devrait s'établir à +6,5 % cette année et +6,4 % en 2017, tandis que les faillites devraient augmenter de +20 % et +10 % (+24 % en 2015). Les entreprises chinoises voient leur niveau d'endettement augmenter- il représente 160 % du PIB- alors que les bénéfices ont diminué de -2 % en 2015 et qu'aucun rebond n'est attendu cette année.

Graphique 5 : Défaillances d'entreprises en Asie-Pacifique



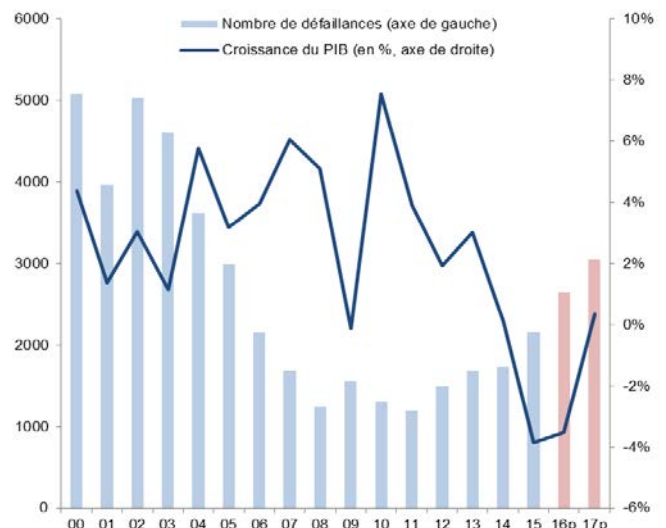
Source : Euler Hermes

Graphique 6 : Prêts non-productifs et dette des entreprises chinoises



Sources : IHS, Euler Hermes

Graphique 7 : Défaillances d'entreprises et croissance du PIB au Brésil



Sources : Statistiques nationales, prévisions Euler Hermes

Les retards de paiement sont également en hausse, et le délai moyen de règlement des clients (DSO) s'est allongé : 87 jours en 2015, soit 11 jours de plus qu'en 2012.

Dans la région APAC, les hubs qui font office de prestataires de services pour la Chine et les exportateurs de matières premières sont les plus exposés au processus de rééquilibrage engagé par le pays. Cette année, les défaillances devraient augmenter de +17 % à Taiwan et de +15% à Singapour et Hong-Kong. En Australie, où les matières premières représentent 68 % des exportations totales, les faillites devraient augmenter de +12 % cette année après la hausse de +22 % enregistrée en 2015.

Le Japon et la Corée du Sud se démarquent du reste de la région. Euler Hermes y anticipe une stabilisation des défaillances d'entreprises en 2016 à des niveaux historiquement faibles, après des années de baisse régulière, avant un léger rebond de respectivement +3 % et +2 % en 2017. Dans ces deux pays, les entreprises continuent de bénéficier de réglementations qui limitent l'accès des entreprises étrangères au marché domestique et assurent aux entreprises locales de fortes marges bénéficiaires.

La dégradation sera encore plus prononcée en Amérique latine, qui reste engluée dans la récession. Les défaillances d'entreprises sont attendues en augmentation de +17 % cette année et de +13 % en 2017. Les entreprises de la région doivent faire face à une forte détérioration des termes de l'échange avec la dépréciation des monnaies et la faiblesse persistante des prix des matières premières.

La situation du Brésil est sans aucun doute la plus préoccupante : les faillites devraient progresser de +22 % cette année après la hausse de +25 % affichée en 2015, atteignant ainsi leur niveau le plus élevé depuis 12 ans. Les grandes entreprises, qui sont les plus exposées au commerce international, sont les plus touchées. Le nombre de défaillances de grandes entreprises a doublé l'année dernière (280) tandis que le nombre de défaillances des petites entreprises n'a augmenté « que » de +18 %.

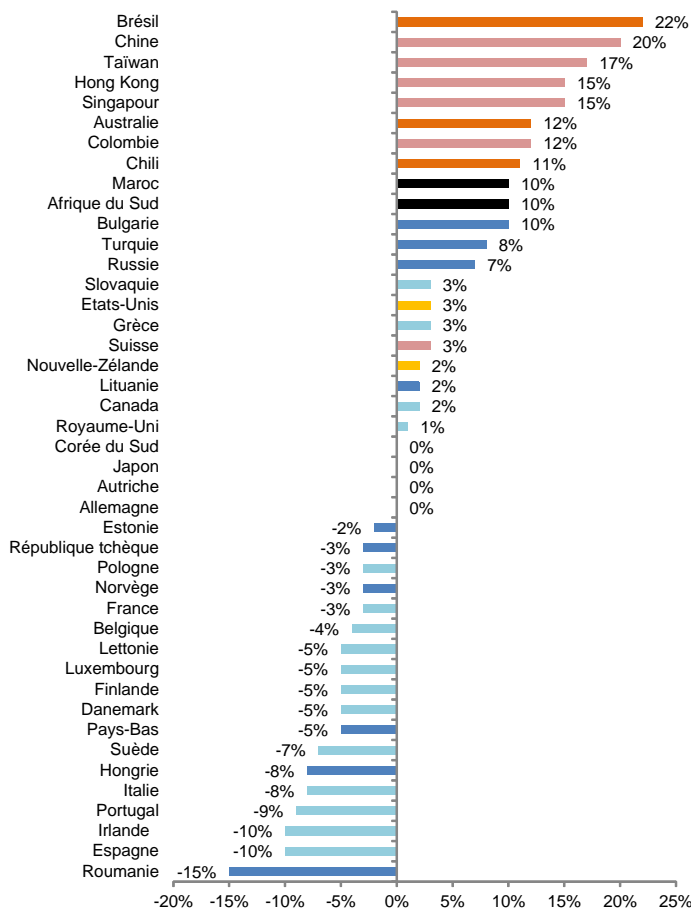
Europe de l'Ouest : amélioration des perspectives économiques dans la région, mais risque accru en provenance des marchés émergents pour les exportateurs

L'Europe de l'Ouest est la seule région où les défaillances d'entreprises devraient continuer de décroître, de -5 % cette année et de -3% en 2017 après un repli de -13 % en 2015.

L'année dernière a été marquée par une reprise timide, quoique visible, du secteur de la construction. L'investissement en volume y a progressé de +2 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2015, soit son plus haut niveau depuis le T1 2011, et les défaillances ont chuté de -17 % en moyenne dans l'industrie européenne de la construction. Ce secteur reste cependant exposé à un niveau de risque sensible ou élevé dans 11 des 17 pays suivis et représente environ 20 % du total des défaillances d'entreprises dans la région.

L'autre amélioration majeure concerne le secteur des transports, la baisse des prix du pétrole

Figure 8 : Prévisions des défaillances d'entreprises pour 2016



Source : Euler Hermes

Graphique 9 : Evolution des défaillances par secteur dans certains pays européens

| 2015 vs 2014 en % | Agriculture | Industrie | Construction | Commerce | Transports | Services | Total pays (incluant d'autres activités) |
|--|-------------|-----------|--------------|----------|------------|----------|--|
| France | -3% | -7% | -3% | -4% | -9% | -1% | 1% |
| Allemagne | -15% | -6% | -4% | -7% | -13% | -1% | -4% |
| Irlande | - | -1% | -39% | -4% | -23% | -15% | -10% |
| Italie | - | -14% | -8% | -6% | -6% | -2% | -6% |
| Pays-Bas | -22% | -39% | -28% | -28% | -34% | -27% | -21% |
| Norvège | -11% | 4% | -6% | -11% | -10% | -5% | -7% |
| Espagne | 25% | -39% | -34% | -17% | -35% | -19% | -26% |
| Suède | -7% | -9% | -17% | -4% | 1% | -9% | -10% |
| Royaume-Uni | -24% | -8% | -11% | -3% | -11% | -6% | -14% |
| Evolution moyenne dans le secteur | -8% | -13% | -17% | -9% | -15% | -10% | -13% |

Sources : Statistiques nationales , Euler Hermes

ayant permis aux entreprises de restaurer leurs marges. En 2015, la facture pétrolière représentait seulement 22 % des coûts totaux des transporteurs routiers européens contre 28 % en 2014. Les défaillances ont reculé de -15 % en moyenne.

Au cours des deux prochaines années, les entreprises de la zone euro devraient bénéficier d'une légère accélération de la croissance du PIB (+1,6 % en 2016 et +1,7 % en 2017) et de l'injection par la BCE de quelques 1 700 milliards EUR jusqu'en mars 2017 pour lutter contre la déflation.

Cela étant, le risque croissant de non-paiement des partenaires commerciaux et les incertitudes politiques pourraient bien assombrir les perspectives des entreprises européennes. Malgré l'amélioration actuelle, le niveau des défaillances en Europe de l'ouest reste élevé : 11 des 17 pays enregistrent encore un nombre de défaillances supérieur au niveau d'avant-crise (2008). Il convient également de noter les disparités entre économies de la région.

Nous avons donc classé les pays européens en quatre catégories en fonction des performances passées et des tendances attendues dans chacun d'eux.

Cette année, les défaillances d'entreprises devraient continuer à reculer rapidement en Espagne (-10 % par rapport à 2015), en Irlande (-10 %), au Portugal (-9 %) et en Italie (-8 %). Cependant, ce sont également des pays où le niveau de faillites est particulièrement élevé, notamment l'Espagne et l'Irlande où les faillites sont 3 et 1,5 fois plus nombreuses que la moyenne d'avant-crise. En outre, si l'incertitude, liée à la politique actuelle, devait persister en Espagne, la confiance des consommateurs et des investisseurs en serait probablement ébranlée.

Dans les pays nordiques, en Belgique, et en France, le nombre de défaillances devrait décroître à un rythme régulier, quoique modéré, en phase avec la moyenne régionale. En France, cette année sera marquée par une première amélioration depuis 2010 avec une baisse de -3 % des défaillances par rapport à 2015, celles-ci restant cependant 30 % au-dessus du niveau d'avant-crise. Une amélioration est toutefois à noter pour les grandes entreprises, avec 143 faillites d'entreprises affichant un chiffre d'affaires supérieur à 15 millions EUR en 2015, contre 186 en 2014.

En Autriche, en Allemagne et au Royaume-Uni, les défaillances d'entreprises devraient se stabiliser à des niveaux historiquement bas, après des années de baisse continue. Les entreprises allemandes fortement orientées à l'export seront de plus en plus affectées par les turbulences économiques qui touchent les marchés étrangers, notamment la Chine, qui figure au 4^e rang des pays de destination des exportations allemandes. Au Royaume-Uni, la forte baisse enregistrée l'année dernière (-14 %) devrait prendre fin, stoppée par la décélération de la croissance du PIB (+1,9 % cette année contre +2,1 % en 2015), un ralentissement aux États-Unis, la première destination des exportations britanniques, et le risque associé au référendum sur le « Brexit ». Les défaillances d'entreprises devraient croître de +1 % en 2016 et de +3 % en 2017 selon notre scénario central (pas de sortie de l'UE) et de +5 % en 2017 si le Royaume-Uni sort de l'UE.

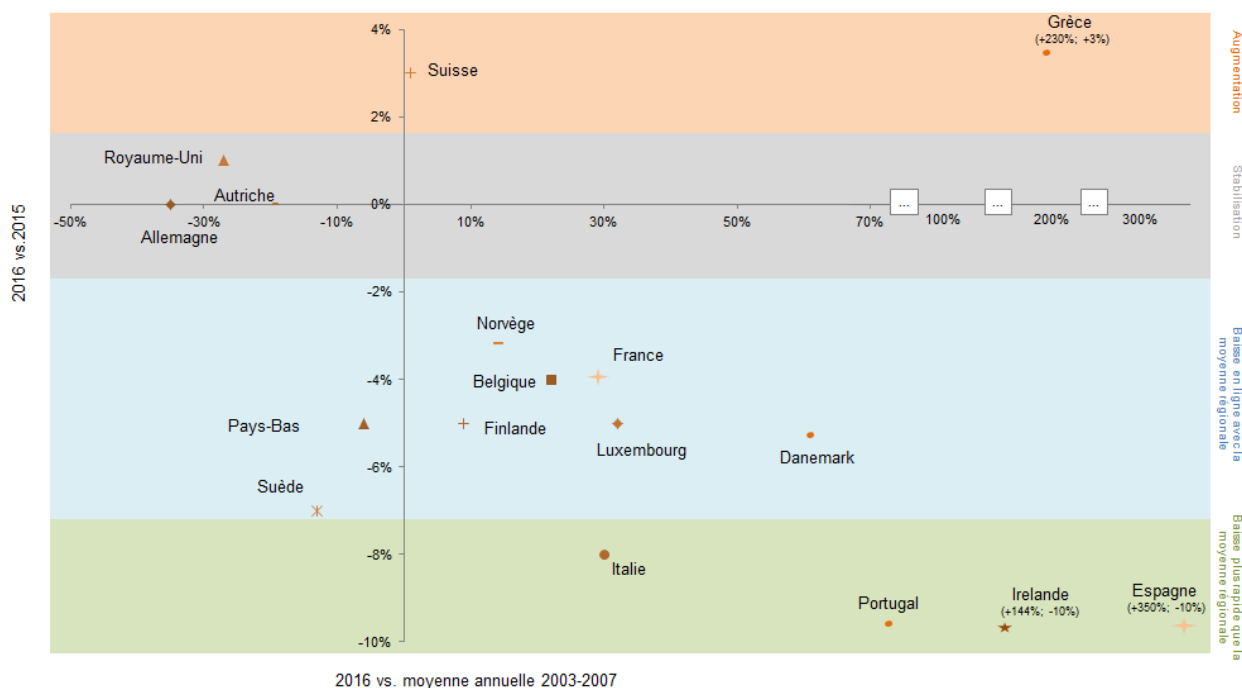
La Suisse et la Grèce ont été les seuls pays à enregistrer une hausse substantielle des défaillances d'entreprises en 2015 avec respectivement +7 % et +8 %. Pour le premier pays, cette hausse s'explique par la perte de compétitivité à l'export due à l'appréciation du franc suisse. Pour le second, cette évolution s'inscrit dans le cadre d'une récession économique qui devrait perdurer en 2016 avec un PIB en recul de -0,6 % (-0,3 % en 2015). La situation de ces deux pays devrait continuer de se détériorer avec une augmentation de +3 % des défaillances prévue en 2016.

Graphique 10
Grandes défaillances en Europe de l'Ouest en 2015

| | Nom de l'entreprise | Chiffre d'affaires annuel (mn EUR) | Secteur d'activité | Pays |
|----|------------------------------------|------------------------------------|--------------------|-------------|
| 1 | Iva S.P.A. | 6,026 | Métallurgie | Italie |
| 2 | Royal Imtech N.V. | 3,898 | Services | Pays-Bas |
| 3 | Abengoa SA | 1,176 | Services | Espagne |
| 4 | Sahaviriya Steel Industries UK Ltd | 1,086 | Métallurgie | Royaume-Uni |
| 5 | Imtech Deutschland GmbH & Co. Kg | 905 | Construction | Allemagne |
| 6 | Macintosh Retail Group N.V. | 871 | Distribution | Pays-Bas |
| 7 | Imtech Uk Ltd | 645 | Construction | Royaume-Uni |
| 8 | Kaai 12 | 641 | Distribution | Belgique |
| 9 | V&D Group Holding B.V. | 618 | Distribution | Pays-Bas |
| 10 | Ludendo | 507 | Distribution | France |
| 11 | M. Business S.R.L. | 493 | Distribution | Italie |
| 12 | Mexx Lifestyle B.V. | 453 | Distribution | Pays-Bas |
| 13 | Zielpunkt GmbH | 444 | Distribution | Autriche |
| 14 | Air Mediterranee | 410 | Transports | France |
| 15 | Mark Group Ltd | 301 | Construction | Royaume-Uni |
| 16 | Groupe Gadol Optic 2000 | 300 | Distribution | France |
| 17 | Pixmania | 295 | Distribution | France |
| 18 | Stefana S.P.A. | 293 | Métallurgie | Italie |
| 19 | Robert Horne Group Ltd | 281 | Papier | Royaume-Uni |
| 20 | Fram | 276 | Services | France |

(*) dernier chiffre d'affaires connu
Source : Euler Hermes

Graphique 11 : Défaillances d'entreprises en Europe de l'Ouest (prévisions 2016 vs. 2015 – axe des ordonnées; prévisions 2016 vs. moyenne annuelle entre 2003 et 2007 – axe des abscisses)



Sources : Statistiques nationales, prévisions Euler Hermes

DISCLAIMER

These assessments are, as always, subject to the disclaimer provided below. This material is published by Euler Hermes SA, a Company of Allianz, for information purposes only and should not be regarded as providing any specific advice. Recipients should make their own independent evaluation of this information and no action should be taken, solely relying on it. This material should not be reproduced or disclosed without our consent. It is not intended for distribution in any jurisdiction in which this would be prohibited. Whilst this information is believed to be reliable, it has not been independently verified by Euler Hermes and Euler Hermes makes no representation or warranty (express or implied) of any kind, as regards the accuracy or completeness of this information, nor does it accept any responsibility or liability for any loss or damage arising in any way from any use made of or reliance placed on, this information. Unless otherwise stated, any views, forecasts, or estimates are solely those of the Euler Hermes Economics Department, as of this date and are subject to change without notice. Euler Hermes SA is authorised and regulated by the Financial Markets Authority of France.

© Copyright 2016 Euler Hermes. All rights reserved.