

FOCUS



Ruben Nizard, Économiste,
Amérique du Nord,
basé à Toronto, Canada

États-Unis : Des faillites d'entreprises à deux vitesses

L'épidémie de COVID-19 touche les États-Unis très durement, revendiquant un lourd tribut humain et économique. L'arrêt brutal de l'activité pour contenir la propagation du coronavirus à partir du mois de mars s'est traduit par une contraction de 5% au premier trimestre 2020 en rythme annualisé (la baisse la plus sévère enregistrée depuis 2008) et une flambée du taux de chômage. Alors que l'économie a déjà été officiellement déclarée en récession¹, le déclin du PIB devrait être encore plus sévère au deuxième trimestre. La réouverture progressive, débutée sur l'ensemble du territoire américain depuis mai, devrait permettre à l'économie de graduellement reprendre sa marche en avant. Dans son scénario central, Coface prévoit que le PIB se contractera de 5,6 % en 2020, avant de se redresser de 3,3 % en 2021. Néanmoins, la résurgence de foyers de l'épidémie dans plusieurs États - dont le Texas, la Floride ou la Californie - au moins de juin, qui ralentit, voire inverse, le processus de réouverture, soumet cette prévision à d'importants risques baissiers.

Le double choc économique d'offre et de demande subie s'est déjà traduit pour les entreprises par une chute brutale des revenus, mettant sous pression leur trésorerie. Cette situation est à même d'entraîner une multiplication du nombre d'entreprises incapables de faire face à leurs obligations financières, les poussant vers la procédure de faillite. Néanmoins, similairement à la tendance européenne², les données officielles de l'Administrative Office of the U.S. Courts pour le premier trimestre et les publications anticipées pour les mois d'avril et de mai de l'American Bankruptcy Institute (ABI) suggèrent une baisse du nombre total de faillites d'entreprises depuis le mois de février. Cette tendance est particulièrement due aux faillites au titre du chapitre 7 (**voir Encadré**).

En dépit de cette tendance, il convient de signaler la hausse des entreprises demandant la protection du chapitre 11 de la loi sur les faillites, probablement annonciatrice d'une montée plus globale de défaillances à partir du second semestre 2020. Face à l'ampleur du choc et alors que les mesures de soutien devraient progressivement expirer, Coface prévoit ainsi une hausse des faillites d'entreprises de 43% entre fin 2019 et fin 2021 aux États-Unis. La santé des bilans d'entreprises agrégées met en évidence que les secteurs de l'aérospatiale, de la distribution, de l'automobile et de l'énergie sont les plus vulnérables. Notre estimation démontre que les entreprises « zombies » qui continuent à fonctionner malgré une solvabilité et une rentabilité précaire, ont augmenté au cours de la dernière décennie pour représenter plus de 6 % des entreprises en 2019. Elles pourraient aussi être poussées à la faillite dans les prochains mois. Surtout, avec un plus grand nombre d'entreprises obligé de s'endetter pour faire face à la perte de revenus, la menace de voir les entreprises en difficulté se multiplier s'ajoute à celle de la faillite.

1 - Aux États-Unis, le Comité de Datation du Cycle Économique du NBER identifie une récession différemment que la traditionnelle méthode de deux trimestres consécutifs de contraction. Le 8 juin 2020, le Comité a ainsi identifié un pic d'activité au mois de février 2020, marquant le début de la première récession aux États-Unis depuis Juin 2009.

2 - Voir « Risque de montée des défaillances en Europe : ajourné grâce aux amendements temporaires des procédures, mais pas disparu », par Bruno de Moura Fernandes, Coface Focus (Juin 2020). <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/Focus-Corporate-insolvencies-in-Europe-temporary-framework-amendments-kick-the-can-down-the-road>

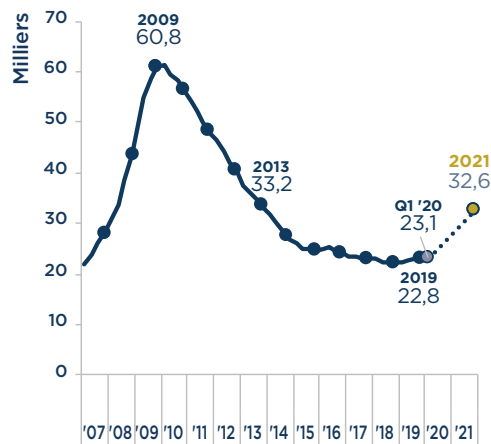
Deux chapitres, deux dynamiques

Avant que la crise déclenchée par la pandémie du coronavirus ne vienne interrompre le plus long cycle d'expansion de l'économie américaine depuis 1854 (10 ans et 8 mois), l'année 2019 avait été marquée par la première hausse en année pleine des défaillances depuis 2009. Le ralentissement de l'activité économique, mené par les industries manufacturières, et l'accumulation de faillites dans les secteurs vulnérables de la distribution et du schiste américain ont contribué à inverser la tendance. Au total, d'après les données publiées par l'*Administrative Office of the US Courts*, les procédures entamées en 2019 ont ainsi augmenté de 2,5 % par rapport à 2018 (**Graphique 1a**). Celles publiées à l'issue du premier trimestre 2020 montrent, qu'après un bond de 21 % en glissement annuel (**Graphique 1b**) au mois de janvier, les procédures de faillites d'entreprises ont entamé une baisse à partir de février. Malgré le début des mesures de confinement pour limiter l'expansion du coronavirus, elles ont connu une légère baisse au mois de mars, qui s'est poursuivie aux mois d'avril et mai (**Graphique 2**). Ces mois-ci mettent également en évidence une divergence entre les faillites du chapitre 7, qui ont considérablement diminué, et celles du chapitre

11, qui ont fortement augmenté. Malgré la hausse de ces dernières, les procédures de faillite ont diminué de manière significative, faisant écho à la tendance en Europe. Trois principales raisons peuvent être avancées pour expliquer cette baisse. En premier lieu, bien qu'ils aient continué à opérer, les tribunaux de faillite ont dû fermer leurs portes à partir du mois de mars. Même s'il est difficile d'estimer l'impact de cet ajustement sur leur activité, il est envisageable que cela ait conduit à une diminution du nombre d'entreprises entamant une procédure.

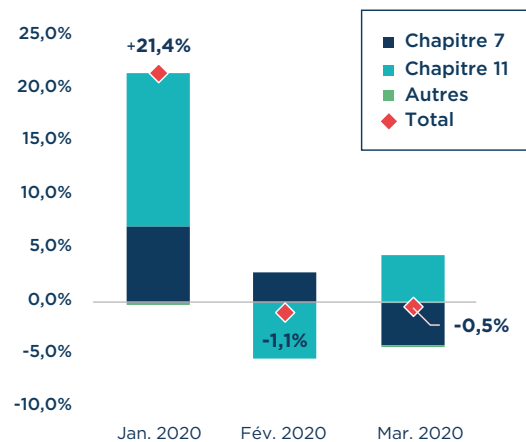
Deuxièmement, cette baisse peut être imputable à l'attente des entreprises débitrices. En effet, le chapitre 7 du code des défaillances est une procédure de liquidation, par laquelle l'entreprise (ou l'individu pour une entreprise personnelle) divulgue tous ses actifs, revenus, dettes et dépenses. Les actifs de l'entreprise sont alors vendus par le mandataire et le produit de la vente est utilisé pour rembourser les créanciers. Par cette procédure, l'entreprise ou l'entrepreneur est ainsi libéré de ses dettes, mais cesse définitivement ses opérations commerciales. Les procédures involontaires (déclenchées par les créanciers souhaitant recevoir leurs paiements) étant assez rares, seules les entreprises les plus en difficulté et sans perspective de redressement ont vraisemblablement choisi la

GRAPHIQUE 1A
Nombre de faillites d'entreprises aux États-Unis (2007-2021), Trimestriel, Somme mobile sur 12 mois



Sources : Administrative Office of the US Courts, Coface

GRAPHIQUE 1B
Évolution des faillites d'entreprises aux États-Unis et contributions par principaux chapitres (Janvier - Mars 2020), Mensuel, Glissement annuel



Sources : Administrative Office of the US Courts, Coface

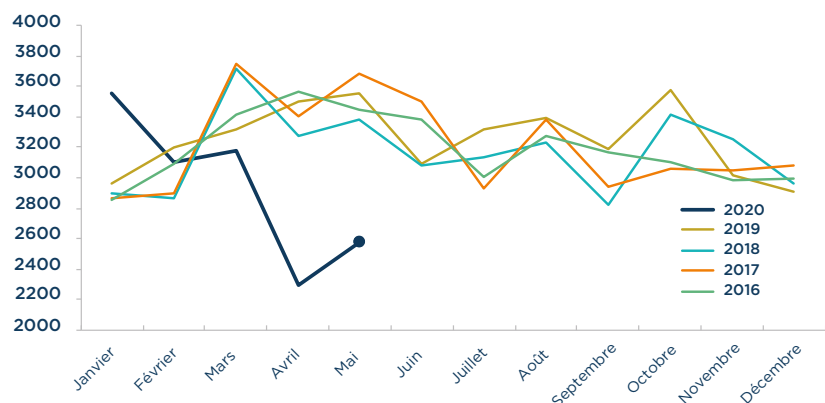
LA LOI AMÉRICAINE SUR LES FAILLITES (Title 11 of the United States Code)

Le code des défaillances des États-Unis régit les procédures des entreprises et/ou individus déposant le bilan. Les entités cherchant à obtenir un redressement en vertu du code des faillites peuvent déposer une demande de redressement en vertu de différents chapitres en fonction des circonstances. Pour les entreprises, les deux chapitres les plus communément utilisés sont les suivants :

- **CHAPITRE 7 - LIQUIDATION :**
Comptant pour près de 64% des procédures de faillites d'entreprises en 2019, ce processus supervisé par le tribunal comporte la vente des actifs et la répartition du produit de la vente aux créanciers par un mandataire judiciaire, conformément aux priorités prévues par le Code de la faillite.
- **CHAPITRE 11 - RÉORGANISATION :**
Comptant pour plus de 25% des procédures en 2019, ce processus permet à une entreprise de poursuivre son activité, tout en mettant en œuvre une restructuration de ses dettes.

De plus, les procédures des chapitres 12 et 13 du Code des faillites peuvent également être demandées pour opérer une restructuration de dettes d'entreprises. Le chapitre 13 (7,2% des faillites d'entreprises en 2019), ne pouvant être déposé que par un individu, s'adresse essentiellement aux entreprises individuelles. Le chapitre 12 (2,7% des défaillances en 2019), très similaire au chapitre 13, s'adresse plus spécifiquement au « agriculteurs familiaux » et « pêcheurs familiaux ».

GRAPHIQUE 2
Nombre mensuel de faillites commerciales aux États-Unis



Sources : Epiq, American Bankruptcy Institute, Coface

voie du chapitre 7 pendant les mois de confinement. Enfin, il est aussi probable que les mesures de soutien aux entreprises aient permis aux entreprises de maintenir leur trésorerie à flot. Par exemple, dès le 17 mars, l'administration fédérale a annoncé un report de la date d'échéance des paiements de l'impôt sur le revenu des sociétés au 15 juillet, au lieu de la date initiale du 15 avril. Le « CARES Act³ » prévoit également de nombreux reports d'impôts et de charges soutenant la liquidité des entreprises en cette période exceptionnelle d'assèchement des revenus. Le « Programme de protection des bulletins de salaires » (*Paycheck Protection Program* ou PPP) a également pu fournir aux petites et moyennes entreprises une aide à la trésorerie par le biais de prêts garantis par la *Small Business Administration*, agence du gouvernement américain. Outre la réponse fédérale, des allègements fiscaux ont également été décidés par les administrations fiscales des États et collectivités locales. Plus globalement, face à l'ampleur de la crise, les entreprises ont pu bénéficier de plus de temps pour régler leurs créances. Contrairement à l'Europe, la baisse des défaillances d'entreprises ne peut pas être attribuée aux changements du cadre législatif.

Néanmoins, malgré cette diminution, et comme indiqué plus haut, les tribunaux ont enregistré une nette hausse des procédures au titre du chapitre 11 au cours des mois de mars, avril et mai. D'après les chiffres de l'ABI, ces types de faillites ont bondi de 18 %, 26 %, puis 48 % lors de ces mois perturbés par les mesures de confinements. Même si elles ne compensent pas la baisse substantielle des liquidations, cette augmentation témoigne des premiers effets du COVID-19. Hertz, Le Pain Quotidien, J.C. Penney, Whiting Petroleum font partie de ces entreprises poussées vers des procédures de restructuration au cours de cette période.

Outre l'arrêt de l'activité, la hausse des faillites du chapitre 11 est peut-être également liée à l'entrée en vigueur le 19 février dernier de la loi de réorganisation des petites entreprises (*2019 Small Business Reorganization Act*). Cette loi prévoit l'introduction du nouveau sous-chapitre V du chapitre 11, spécifiquement conçu pour rendre la protection de la faillite plus accessible aux petites entreprises en difficulté, en éliminant les frais trimestriels et en raccourcissant la procédure. Le principal texte de loi adopté par le Congrès fin mars pour venir en soutien à l'économie américaine, le « CARES Act³ », contient également des provisions modifiant temporairement ce nouveau sous-chapitre V.

Plus particulièrement, l'éligibilité a été élargie en augmentant le plafond d'endettement pour les « petites entreprises débitrices » à USD 7,5 millions de dette, contre un peu plus de USD 2,7 millions auparavant. Bien qu'il soit trop tôt pour estimer les répercussions sur les défaillances d'entreprises, ces changements devraient encourager plus d'entreprises à demander la protection du chapitre 11. La poursuite de la hausse des faillites « chapitre 11 » devraient s'accompagner dans les prochains mois d'une hausse des procédures « chapitre 7 », puisqu'une partie des procédures de restructuration sera convertie en liquidation. Plus globalement, avec le retour de l'activité, la pression accrue sur les échéances de paiement des entreprises et l'expiration des mesures de soutien devraient contribuer à un rebond des faillites dès le second semestre 2020. Au total, le modèle Coface de prévision des défaillances d'entreprises projette une augmentation de 43 % entre fin 2019 et fin 2021. À titre de comparaison, lors de la dernière récession, les faillites d'entreprises avaient augmenté de 54 % en 2008, puis de 40 % en 2009. Elles ont ensuite conclu neuf années consécutives en baisse avant d'augmenter en 2019.

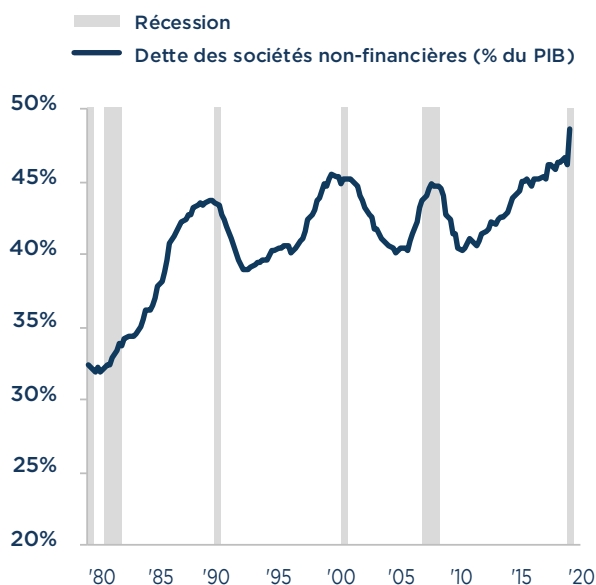
Les faillites et la « zombification » menacent de rattraper les entreprises accablées par la dette

La hausse des défaillances d'entreprises dans les prochains mois semble d'autant plus inéluctable que l'accumulation de dette des sociétés non-financières a été très rapide depuis la dernière crise, culminant à un niveau record de près de 47 % du PIB fin 2019 (**Graphique 3**). Avec des entreprises s'efforçant de s'assurer qu'elles disposent de suffisamment de liquidités pour faire face à la crise du coronavirus, elle continue de grimper et a déjà atteint un nouveau sommet historique de 48,7 % à l'issue du premier trimestre 2020⁴.

Les taux d'intérêts historiquement bas pratiqués par la Réserve Fédérale suite à la récession de 2008-2009 ont encouragé cette accumulation de dette, qui accroît les vulnérabilités financières. En particulier, celles qui doivent faire face à des obligations financières à court terme seront particulièrement vulnérables à la faillite au regard du choc subi sur les revenus et la trésorerie. Pour identifier les secteurs les plus vulnérables, nous utilisons le rapport financier trimestriel (*Quarterly Financial Report*) publié par le *US Census Bureau*, qui fournit des informations agrégées par secteur d'activité sur les résultats financiers et bilans des sociétés disposant de plus de USD 5 millions d'actifs. Nous regardons plus particulièrement les deux indicateurs suivants :

- le ratio de dette⁵, pour identifier les secteurs ayant le plus recouru à l'endettement pour constituer leur capital. Plus ce ratio est élevé, plus l'entreprise a recours à l'endettement pour financer ses actifs ;
- le ratio rapide⁶, qui informe sur la capacité d'une entreprise à respecter ses engagements de court terme avec ses actifs les plus liquides. Un ratio faible signifie qu'une entreprise dispose de moins d'actifs liquides pour faire face à ses engagements.

GRAPHIQUE 3
Dette des sociétés non financières (1980-T1 2020), en pourcentage du PIB



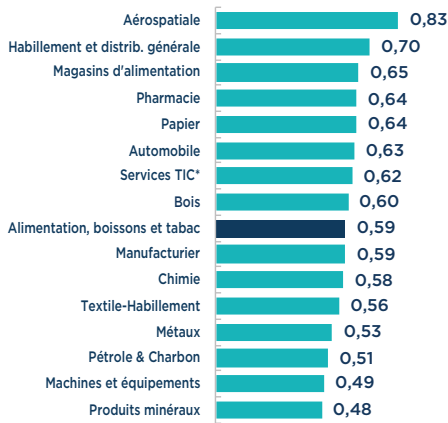
Sources : Federal Reserve, BEA, Datastream, Coface

3 - *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act* ou CARES Act - Loi d'aide, de soutien et de sécurité économique suite au coronavirus, promulguée par le Président Donald Trump le 27 mars 2020.

4 - La dette des sociétés non financières provient des séries de flux de fonds de la Réserve Fédérale et est définie comme les titres de créance et les prêts du secteur des entreprises non financières. D'après les données de l'Institute for International Financial (IIF), la dette des sociétés non-financières aux États-Unis atteignait le niveau record de 73,9 % du PIB à la fin de l'année 2019. Ce chiffre est plus élevé qu'en Allemagne (59,7 %) ou en Italie (68 %), mais moins qu'en France (155,8 %), au Canada (112,4 %), au Japon (104,7%), en Espagne (94,5 %) ou au Royaume-Uni (80,2 %). Voir aussi « Les bilans des entreprises en Espagne et en Italie sont-ils prêts pour le choc COVID-19 ? » par Marcos Carías. Coface Focus (Juin 2020). <https://www.coface.com/fr/Actualites-Publications/Actualites/Les-entreprises-espagnoles-et-italiennes-sont-elles-pretes-a-encaisser-le-choc-du-COVID-19>

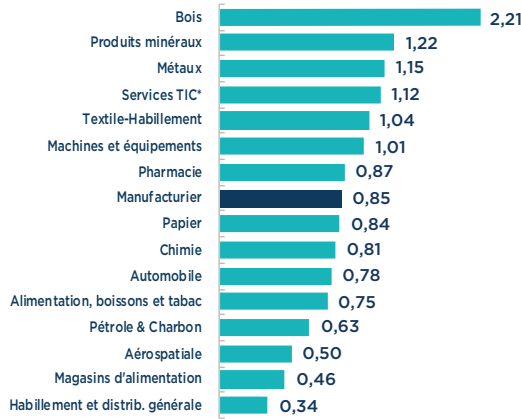
5 - Ratio de dette = $\frac{\text{(Total Passif)}}{\text{(Total Actif)}}$

6 - Ratio rapide = $\frac{\text{(Actif à court terme - Stocks)}}{\text{(Passif à court terme)}}$

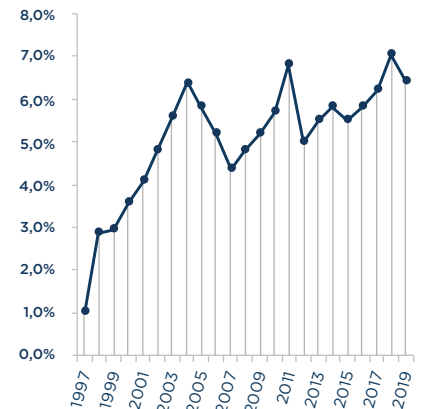
GRAPHIQUE 4A
Ratio de dette, par secteur, 4^{ème} trimestre 2019

*TIC=Technologies de l'information et de la communication

Sources graphiques 4A et 4B : US Census Bureau, Coface

GRAPHIQUE 4B
Ratio rapide, par secteur, 4^{ème} trimestre 2019

*TIC=Technologies de l'information et de la communication

GRAPHIQUE 5
Estimation de la part des entreprises
« zombies » aux États-Unis, sociétés cotées

Sources : Refinitiv, Datastream, Workscope, Coface

Pour la plupart des industries, le ratio de dette (**Graphique 4a**) est supérieur à 0,5, indiquant que les actifs y sont essentiellement financés par la dette. La hiérarchie met, néanmoins, en évidence que les secteurs de la distribution, des transports (aérospatiale et automobile), du papier et de la pharmacie sont les plus endettés. Si ce ratio a toujours été parmi les plus élevés pour l'aérospatiale sur les 20 ans d'historique, pouvant signaler une structure sectorielle plutôt qu'une vulnérabilité accrue, il convient tout de même de signaler qu'il est en augmentation constante depuis 2010. La dynamique haussière, particulièrement depuis 2011-2012, se retrouve également dans le secteur de l'habillement et de la distribution générale et semble cohérente avec les nombreuses opérations de *Leveraged Buyout* (LBO) connues par le secteur au cours de la période.

Mais, si cet indicateur de dette permet d'avoir une première vision sur le niveau de vulnérabilité de chaque secteur, il ne permet pas d'identifier ceux qui, face au choc du coronavirus, seront susceptibles de subir le plus immédiatement des pressions financières. Le ratio rapide (**Graphique 4b**) est, à cet égard, plus informatif. Il fait ressortir une situation de liquidité fragile dans le

secteur de la distribution avant la crise du COVID-19. Les nombreuses faillites récentes dans ce secteur ne semblent donc guère étonnantes au regard de la situation des bilans dans le secteur. L'aérospatiale, également durement affecté par la crise déclenchée par la pandémie, semblait particulièrement illiquide. S'ils n'apparaissaient pas comme étant particulièrement endettés, les fabricants de produits issus du pétrole et du charbon pourraient également se retrouver en difficulté pour respecter leurs obligations financières. Un peu plus bas dans cette hiérarchie, on retrouve aussi le secteur de l'automobile.

Dans ce contexte, cette hausse de l'endettement alimente aussi les craintes d'une montée en puissance des entreprises « zombies ». Il s'agit d'entreprises endettées et peu rentables qui se maintiennent en vie en s'endettant, profitant de taux d'intérêt bas. D'après notre estimation, se basant sur un échantillon de sociétés cotées aux États-Unis, la part d'entreprises « zombies » a en effet progressé au cours des dernières années, représentant plus de 6 % des sociétés en 2019 (**Graphique 5**). Bien que nous ayons privilégié une définition élargie pour cette estimation (un taux de couverture des intérêts inférieur⁷ à 1 pendant trois années consécutives), le taux est susceptible d'être plus élevé car les petites et moyennes entreprises sont probablement plus touchées par ce phénomène.

L'accumulation de la dette pour compenser le choc sur les recettes observé au premier trimestre pose les bases d'une augmentation des entreprises zombies. La littérature suggère qu'elles sont moins productives et ont tendance à évincer l'investissement et l'emploi dans les entreprises plus productives⁸. Ce choc pourrait également pousser à la faillite des entreprises dans cette situation avant la crise. Le détaillant J.C. Penney, cité plus haut, était ainsi largement considéré comme l'un de ses zombies à avoir finalement entamé une restructuration de sa dette. La « zombification » présentera donc un risque à surveiller dans les prochains mois.

7 - Il s'agit d'un ratio des paiements d'intérêts sur la marge opérationnelle. Il permet d'estimer la facilité avec laquelle une entreprise peut payer les intérêts sur sa dette.

8 - "The rise of zombie firms: causes and consequences" by R. Banerjee & B. Hofmann, BIS Quarterly Review (September 2018). https://www.bis.org/pub/qr/pdf/r_qr1809g.pdf

RÉSERVE

Le présent document reflète l'opinion 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.