

FOCUS



Par Sofia Tozy,
Économiste pour la région
Périphérie zone euro et Afrique
du Nord, basée à Paris, France

Entreprises en Grèce : enfin un nouveau départ ?

A lors que la Grèce s'apprête à sortir de son troisième plan de sauvetage, les signes d'embellie économique s'y multiplient : l'année 2017 a été marquée par le retour de la croissance en territoire positif (+1,4 %). Et malgré l'essoufflement en zone euro, le PIB grec devrait croître de 2 % cette année. Au premier semestre 2018, les ménages et les entreprises grecques étaient plus optimistes qu'en 2017. Mais, l'amélioration récente de la conjoncture est loin d'effacer tous les stigmates de la crise : entre 2008 et 2015, le produit intérieur brut (PIB) et l'investissement ont respectivement chuté de 25 % et 60 %, le taux de chômage a atteint 28 % et le chiffre d'affaires des entreprises s'est effondré d'un tiers. Les salaires et les prix de l'immobilier ont quant à eux diminué de moitié. Les banques grecques, malgré leur recapitalisation en 2015, continuent d'afficher des taux de prêts non-performants importants. Le Fonds monétaire internationale (FMI) et la Commission européenne estiment qu'il faudra 10 ans à l'économie pour retrouver son niveau d'avant crise. Les réformes entreprises depuis 2008 ont cependant permis un assainissement des comptes publics qui présentent des excédents primaires depuis 2016. Les déséquilibres des finances publiques et de la balance courante à l'origine de la crise ont été en partie résorbés grâce à d'importants ajustements budgétaires et au prix d'une sévère dévaluation interne. La crédibilité budgétaire s'est renforcée, permettant au pays de faire son retour sur les marchés internationaux et de lever en partie le contrôle des capitaux. Les entreprises ont gagné en compétitivité et se sont désendettées. Elles sont désormais davantage tournées vers l'export, ce qui a permis à de nouvelles filières de se développer et au tissu productif d'évoluer. Confirmation de ces changements, les incertitudes qui planent aujourd'hui sur les entreprises grecques sont davantage liées à l'environnement extérieur (ralentissement de la croissance dans le reste de la zone euro, risques politiques multiples) qu'intérieur. C'est une première depuis 2008.

Des stigmates de la crise encore visibles

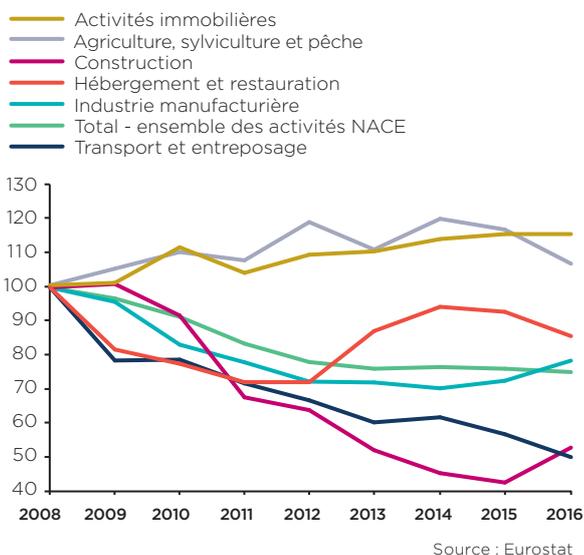
La crise grecque¹ s'est caractérisée par trois chocs distincts mais liés : une crise de la dette souveraine, une crise bancaire, et un « *sudden stop* » (fuites de capitaux)².

Conséquence, entre 2008 et 2016, la Grèce a perdu 25 % de son PIB et l'investissement s'est contracté de 60 %. Les secteurs exposés au marché domestique ont été les plus affectés. Entre 2008 et 2016, le commerce, les transports, l'hébergement et la restauration, la construction, les TIC³, ainsi que les industries extractives ont enregistré une baisse de leur valeur ajoutée supérieure à 40 %. La production de biens à faible valeur ajoutée, telle que celle de meuble, de textile et de papier-carton, a été encore la plus durement touchée avec une baisse de la valeur ajoutée qui a dépassé 70 %. L'industrie automobile et la construction navale ont également accusé de lourdes pertes (-55 %) (Graphique 1).

Sans surprise, les entreprises ont elles aussi payé un lourd tribut : entre 2008 et 2016, la valeur ajoutée des entreprises non financières a baissé de 30 %, leur taux de profit de 37 % et leur taux d'investissement de 49 % (Graphiques 2 & 3). Les TPE et PME, qui emploient plus de 60 % de la population active, ont été les plus vulnérables aux difficultés d'approvisionnement et de financement. Selon une enquête de la banque nationale⁴ de Grèce, environ 250 000 PME ont fait faillite entre 2008 et 2016, entraînant une perte de production de près de 25 milliards d'euros (EUR), tandis que les ventes de celles ayant survécu ont chuté de 30 %. Les entreprises de plus de 250 employés ont mieux résisté à la crise. Le chiffre d'affaire des entreprises cotées a baissé de « seulement » 20 % sur la même période. Cependant, cette résilience s'est faite au détriment de leur marge nette qui a été divisée par quatre.

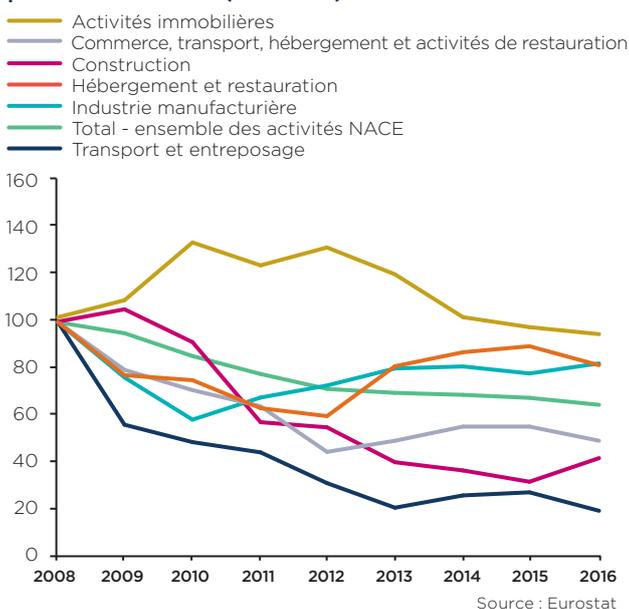
Bien que les entreprises grecques soient peu endettées (leur taux d'endettement représentait seulement 50 %

GRAPHIQUE 1
Valeur ajoutée par secteur d'activité (2008=100)

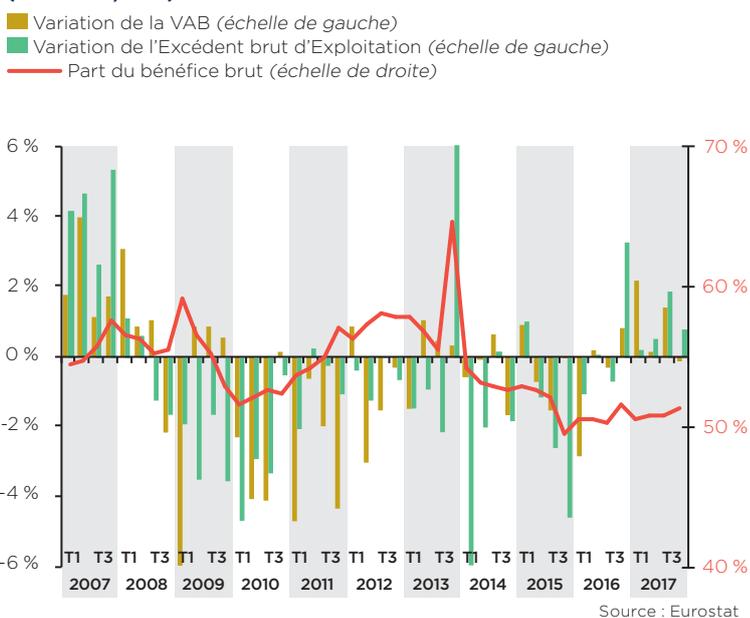


du PIB en 2009 et a diminué depuis), leur capacité à assurer le service de leur dette est restée limitée. En effet, elles sont loin d'avoir retrouvé leur chiffre d'affaires d'avant crise (Graphique 3) et font face à des problèmes de liquidité, ce qui accroît leur risque de défaut. Ce bilan continue de faire peser un risque sur le système bancaire. En mars 2018, la valeur brute des prêts non productifs s'élevait à 98 milliards EUR, soit 45 % des prêts totaux. La part des expositions non performantes⁵ (*non-performing exposures*, NPE) qui, outre les prêts et avances, prend en compte les titres de créance autres que ceux détenus à des fins de transaction, était de 41 %, contre 11 % au Portugal, 9 % en Italie et 7 % en Irlande⁶. Malgré leur recapitalisation en 2015, les créances douteuses pèsent toujours sur la profitabilité et la solvabilité des banques. Cumulées

GRAPHIQUE 2
Évolution de l'Excédent brut d'Exploitation par secteur d'activité (2008=100)



GRAPHIQUE 3
Taux de profits des entreprises (Ratio EBE/VAB)



1 Gourinchas, P.O., Philippon, T. and Vayanos, D., 2017. The analytics of the Greek crisis. *NBER Macroeconomics Annual*, 31(1), pp.1-81.

2 D'autres pointent du doigt un quatrième choc lié à la sévérité de l'ajustement budgétaire et montrent que la consolidation budgétaire imposée par les trois plans successifs en échanges des 280 milliards de dollars US d'aide depuis 2008 n'a pas favorisé une relance de l'activité.

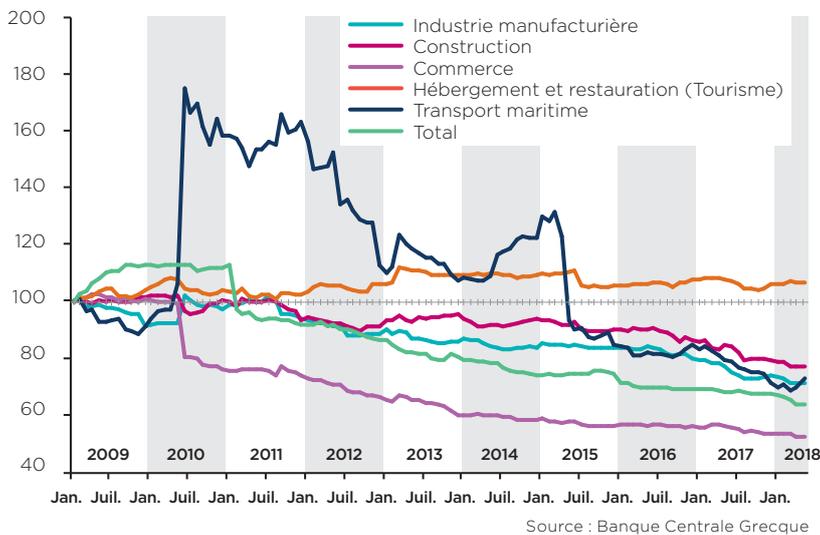
3 Technologie de l'informatique et de la communication.

4 Voumvaki, J. & al : *Enterprises that survived the crisis have become fundamentally sounder*, Banque nationale de Grèce. Janvier 2018.

5 Source : Autorité bancaire européenne.

6 Non-Performing Exposures

GRAPHIQUE 4
Crédit bancaire aux entreprises
(janvier 2009 =100)



Source : Banque Centrale Grecque

à la faible croissance des dépôts qui contraint leur liquidité, elles limitent leur capacité à financer l'économie (**Graphique 4**). Pourtant, même s'ils restent en moyenne plus élevés que dans le reste de la zone euro, les taux d'intérêt bancaires ont retrouvé leur niveau d'avant crise. Les conditions d'octroi de crédit se sont assouplies depuis le pic de la crise, mais elles restent restrictives. En conséquence, le crédit aux entreprises, en recul depuis 2011, continue de décroître dans l'ensemble des secteurs d'activité, excepté le tourisme.

Afin de faciliter la résolution des NPE, les autorités ont adopté des mesures visant à rationaliser le cadre réglementaire des faillites et à faciliter le recouvrement. L'insolvabilité des entreprises reste un problème sous-estimé sachant que peu de données publiques permettent d'évaluer le nombre réel de défaillances d'entreprises. D'après les données officielles auxquelles a accès le FMI⁷, le nombre de faillites diminue et serait inférieur à celui d'avant crise. Le FMI estime cependant que ces données ne reflètent pas la réalité des défaillances, puisqu'elles ne comptabilisent que les procédures formelles de liquidation, sans prendre en compte les procédures de pré-insolvabilité, qui sont plus largement utilisées. Les débiteurs y ont recours comme un moyen de bloquer l'accès à l'information des créanciers. Le cadre réglementaire a certes gagné en transparence, mais malgré les réformes successives (la résolution extrajudiciaire des litiges, l'accélération du règlement de la dette, les enchères électroniques), le système de liquidation judiciaire reste lent. Il faut compter en moyenne 3,5 années pour recouvrer ses créances après une mise en faillite contre 1,9 an pour la moyenne de l'OCDE⁸. Cette inefficacité tend à maintenir le capital captif des entreprises les moins productives et favorise la survie d'entreprises zombies. Une étude publiée par l'OCDE sur des données de 2013⁹ estime que la part du capital irrécupérable dans les entreprises zombies en Grèce s'élevait à 28 %. Une suppression des obstacles à la restructuration des entreprises pourrait faire baisser ce chiffre à 9 %. Parmi les pays de l'OCDE, la Grèce comporte la part d'entreprises zombies la plus importante. Ces dernières représentaient 16 % du total des entreprises et 18 % de l'emploi en 2013.

7 FMI, *Insolvency and enforcement issues in Greece*, janvier 2017.

8 OCDE : *Études économiques de l'OCDE* : Grèce, mars 2016.

9 Adalet McGowan, M., Andrews, D. & Millot, V. (2017), *Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation*, OECD Economics Department Working Papers, No. 1399, OECD Publishing, Paris.

10 Mesuré par le ratio entre l'excédent brut d'exploitation et la valeur ajoutée. Source : Eurostat.

11 Voumvaki, J. & al ; *Enterprises that survived the crisis have become fundamentally sounder*, Banque nationale de Grèce. Janvier 2018.

12 *Enterprise Resource Planning* (Progiciel de gestion intégré).

13 Böwer, U., Michou, V. and Ungerer, C., 2014. *The puzzle of the missing Greek exports* (No. 518). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.

Les entreprises grecques se sont modernisées à marche forcée

Mais, la crise a aussi permis à des entreprises ayant survécu de s'assainir. La contraction des salaires a favorisé la baisse des coûts de production et ainsi l'amélioration de leur rentabilité. Les données trimestrielles d'Eurostat sur les sociétés non financières viennent appuyer ce constat : le taux de marge¹⁰ des entreprises grecques progresse depuis le second trimestre 2016.

Selon une enquête menée par la banque nationale grecque¹¹, la marge brute a augmenté de 4 points de pourcentage (pp) entre 2008 et 2016 passant de 24 % à 28 %, soit une performance supérieure à la moyenne européenne. Mais cette progression du taux de marge a paradoxalement coïncidé avec une poursuite de la baisse de l'excédent brut d'exploitation (EBE) en valeur absolue, la valeur ajoutée reculant à un rythme supérieur. En effet, la baisse des ventes a conduit à une hausse des coûts fixes d'exploitation (principalement les loyers, les primes d'assurance et les coûts administratifs). Le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (BAIIDA) a baissé de 3pp entre 2006 et 2016 (de 10 % à 7 %). Dit autrement, les entreprises commencent à rétablir leurs marges, mais la faiblesse de la demande intérieure limite l'ampleur de ce redressement. La poursuite de la reprise graduelle de la demande intérieure en 2019 devrait ainsi être accompagnée d'une amélioration rapide des ratios de rentabilité des entreprises. Dans ce contexte un peu plus favorable, les entreprises recommencent à investir. Leur taux d'investissement a augmenté de 30 % en moyenne entre le point bas de 2014 et 2017.

Par ailleurs, l'imposition en 2015 du contrôle de capitaux visant à préserver le système bancaire et limiter la baisse des dépôts, a posé d'énormes défis aux entreprises et en particulier aux PME. Mais il les a rendues plus résilientes et plus flexibles. Alors que 87 %¹⁰ des entreprises affirmaient souffrir des externalités négatives liées au contrôle des capitaux trois mois après sa mise en place, elles étaient seulement 56 % à en faire état 15 mois après son application. Cette contrainte sur la liquidité les a poussées à améliorer le recouvrement de leurs créances, et la gestion de leurs coûts en accélérant la numérisation de leur trésorerie via des systèmes ERP¹² et des terminaux dans les points de vente. Même si le nombre de créations d'entreprises est resté modeste (le taux de création d'entreprises est parmi les plus faibles de la zone euro à 5,1 % selon Eurostat), le taux de survie à un an des entreprises grecques s'est amélioré et se situe au-dessus de la moyenne européenne (80 %). 90 % des entreprises grecques nées en 2014 existaient toujours en 2015 selon Eurostat.

Les entreprises se tournent désormais davantage vers l'export

L'adoption de l'euro en 2001 a favorisé une croissance des salaires supérieure à celle de la productivité, conduisant à l'érosion progressive de la compétitivité-prix du pays, alors même que le tissu d'entreprises exportatrices était limité. En 2008, les exportations représentaient 22 % du PIB contre 38 % en zone euro, ce qui était inférieur de 33 % au potentiel d'exportation des entreprises grecques¹³.

GRAPHIQUE 5
Compétitivité prix harmonisés basé sur les indices
de coûts unitaires de main-d'œuvre
2007=100



Source : Banque centrale européenne

Cependant, la dévaluation interne induite par la crise a permis à la Grèce d'améliorer sa compétitivité-coût vis-à-vis de ses partenaires européens. Le coût unitaire du travail a ainsi baissé de 22 % entre 2008 et 2017. Sur la même période, les exportations ont crû de 27 %. Si l'on exclut le transport maritime (en chute de 88 %), les exportations de biens ont progressé de près de 40 %. Néanmoins, en raison de nombreux freins à l'export comme le manque d'investissement, la petite taille des entreprises ou encore une orientation initiale vers le marché domestique, la part des exportations dans la valeur ajoutée n'a augmenté que de 10pp entre 2008 et 2017. Certains secteurs semblent néanmoins tirer leur épingle du jeu et ont profité des gains de compétitivité

pour s'internationaliser. Cela est particulièrement vrai pour certaines industries manufacturières. La Grèce s'est ainsi spécialisée dans le raffinage de pétrole. La production des activités de cokéfaction et raffinage a été multipliée par quatre et représente désormais 45 % de la production manufacturière. La Grèce s'est imposée comme un fournisseur incontournable dans le bassin levantin (Turquie et Egypte)¹⁴ et a vu ses exportations pétrolières augmenter de 133 %. La valeur ajoutée des industries pharmaceutiques a augmenté de 23 % et celle de l'industrie chimique s'est maintenue. Or, il s'agit principalement de secteurs composés de moyennes et grandes entreprises. Ce sont elles qui ont le plus bénéficié des gains de compétitivité-prix et qui ont été plus nombreuses à s'internationaliser. La part des entreprises de plus de 250 employés qui exportent est ainsi passée de 39 % à 49 % en 2015, et leur contribution à la valeur ajoutée brute a progressé de 29 % à 36 % entre 2008 et 2017. Mais, les PME grecques commencent aussi à s'orienter davantage vers l'exportation : la part des PME exportatrices a ainsi augmenté de près de 10pp dans le secteur manufacturier.

Enfin, les exportations de services de certains secteurs connaissent aussi un renouveau. Certes, la croissance totale des exportations de services a été négative sur la dernière décennie, mais ce chiffre masque des évolutions inégales : l'essor du tourisme depuis huit ans contraste avec le recul des services de transport maritime (-60 %) et d'avitaillement et d'accastillage (-49 %), fortement affectés par la moindre croissance du commerce mondial. À la suite des printemps arabes et des problèmes sécuritaires qui ont touché les pays d'Afrique du Nord, la Grèce a bénéficié de la réorientation des touristes en Méditerranée. Le tourisme en Grèce s'est avéré résistant. Les arrivées de touristes étrangers ont augmenté de 82 % et les recettes touristiques de 3 milliards EUR depuis dix ans.

¹⁴ Tozy, S., London, M., & Trifaia, A. (2018, 4 avril). *Les nouvelles routes du commerce méditerranéen*. Consulté le 7 août 2018, sur <http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Actualites/Les-nouvelles-routes-du-commerce-mediterraneeen-passeront-par-le-Sud-et-l-Est-de-la-region>

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.

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France

www.coface.com