

2**Partie 1**Situation
macroéconomique**6****Partie 2**Défaillances
d'entreprises**8****Partie 3**Risque
sectoriel**10****Partie 4**Focus
« automobile »

PANORAMA

SEPTEMBRE 2016

FRANCE

La croissance fait une pause

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par les économistes du Groupe Coface



La croissance française a fait une pause au deuxième trimestre. Les incertitudes politiques au Royaume-Uni, les grèves du mois de mai et les inondations qui ont touché l'Île-de-France, expliquent en partie ce coup d'arrêt surprise. Cependant un rebond conséquent de l'activité au troisième trimestre est espéré. L'ampleur de la contribution négative des stocks au deuxième trimestre laisse entrevoir un fort rebond de cette composante. La confiance des ménages a augmenté en août et celle des entreprises demeure supérieure à sa moyenne de long terme. Les risques qui pèsent sur l'économie française restent principalement de nature externe et proviennent notam-

ment de nos partenaires commerciaux qui tour à tour se livrent à l'exercice délicat du recours au référendum. Quelques semaines après le vote britannique, le gouvernement italien ne résisterait pas à un refus du peuple de réformer le Sénat. On ne peut alors pas exclure le risque que les conséquences économiques sur la France d'une période prolongée d'incertitudes politiques en Italie soient significatives (même si ce risque ne s'est à ce stade pas matérialisé dans le cas du Royaume-Uni).

Malgré ces incertitudes, Coface anticipe une croissance de 1,6% en 2016 (puis 1,3% en 2017). Celle-ci serait suffisante pour faire reculer le nombre de défaillances d'entreprises de 3,4% cette

année, l'Île-de-France, le Centre et la Corse étant les seules régions à ne pas profiter de cette décrue. La progression des défaillances dans le secteur agroalimentaire atteste, quant à elle, des risques accrus pour les entreprises fragilisées par les mauvaises récoltes.

Au rayon des bonnes nouvelles, le secteur automobile est reclassé en risque faible dans notre baromètre sectoriel. La France connaît en effet une période de rattrapage en termes d'immatriculations, qui profite à l'amont du secteur. L'enjeu de l'internationalisation des constructeurs et des équipementiers, qui concerne des activités à plus haute valeur ajoutée, est cependant de taille à moyen terme pour les fournisseurs de ses entreprises.

RETROUVEZ TOUS LES AUTRES PANORAMAS DU GROUPE

<http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications>

coface
FOR SAFER TRADE

SEPTEMBRE 2016

PANORAMA FRANCE 3^E TRIMESTRE 2016



Khalid AIT YAHIA
Économiste



Paul CHOLLET
Responsable des
études sectorielles
et défaillances



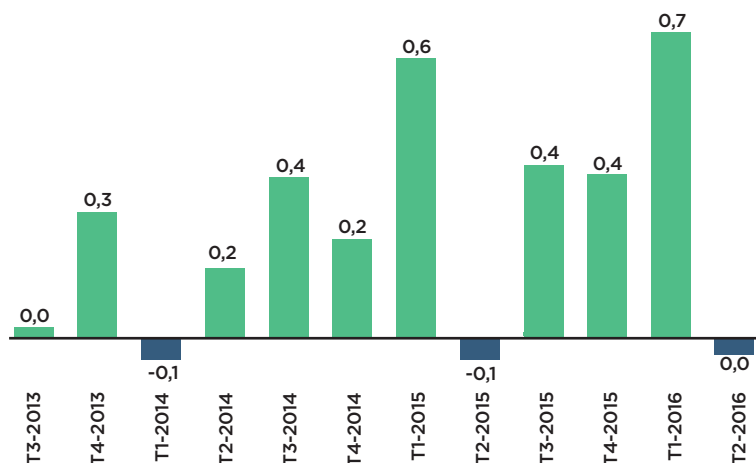
Guillaume RIPPE-LASCOUT
Économiste

1

SITUATION MACROECONOMIQUE

Graphique n°1.1

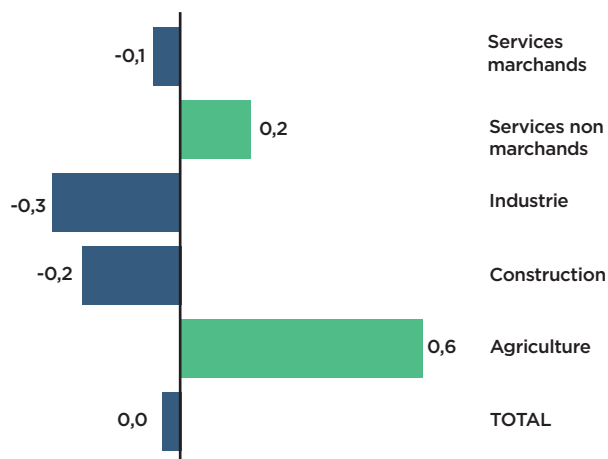
Croissance trimestrielle en France (variation trimestrielle)



Source : Insee

Graphique n°1.2

Décomposition de la croissance par branche d'activité



Source : Insee

Coup de frein sur la croissance au deuxième trimestre

Après la bonne surprise du premier trimestre, la croissance française a été nulle entre avril et juin 2016 (cf. graphique n°1.1) et marque ainsi une pause dans la reprise amorcée de l'économie. Cette pause est en partie due aux fortes manifestations contre la loi travail en mai, aux inondations en Ile-de-France en juin et aux craintes d'attentats. Le comité régional du tourisme de Paris et de l'Ile-de-France mentionnait une baisse de 6,4% de la fréquentation hôtelière au premier semestre 2016.

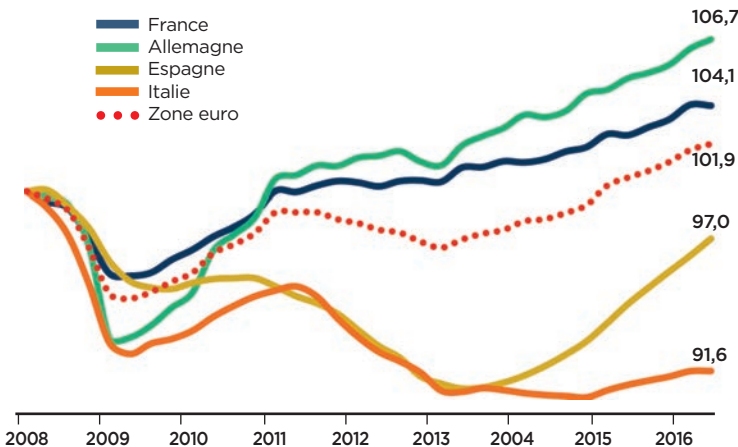
La consommation des ménages, principale composante de l'activité (55% du PIB), a stagné (+0%) au deuxième trimestre après un premier trimestre très dynamique (+1,2%). L'investissement en capital fixe s'est contracté (-0,2%), les entreprises ayant notamment diminué de 0,4% leurs investissements, après une hausse de 2,1% au trimestre précédent. Dans ce contexte difficile pour la demande interne, le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance et ce, malgré une baisse de 2% des importations et de 0,1% des exportations qui n'ont pas rebondi.

Cela étant, les premiers indicateurs de confiance et d'emploi de l'été laissent espérer qu'il ne s'agit là que d'un trou d'air.

Si la confiance des entreprises se replie légèrement en août (101), elle demeure proche de sa moyenne de long terme (100). Et si l'ampleur de la contribution négative (-0,7 point) des stocks a surpris, une correction devrait avoir lieu au troisième trimestre.

Graphique n°1.3

Evolution du PIB des pays de la zone euro, 100 = 2008



Sources : Instituts statistiques nationaux, Coface

Les services marchands en panne

Les services marchands (cf. graphique n°1.2 page 2), qui représentent 56% de l'activité française, ont contribué négativement (0,1 point) à la croissance du deuxième trimestre. Dans le détail, la plus forte baisse vient des services aux ménages (-1,1%) et du commerce (-0,4%). En revanche, les services en informations et en télécommunications ont crû de 0,8%.

L'activité de l'industrie, soit 14% du total, baisse de 0,3%. Le secteur de l'agroalimentaire est particulièrement touché (-1,4%) et celui des matériels de transport affiche, a contrario, une croissance de 0,7% après 2,9% au premier trimestre. La construction se replie de nouveau (-0,2%). Néanmoins, un retour à la croissance dès le troisième trimestre est possible (cf. partie 3 page 8).

Prévisions de croissance

Notre modèle sur-réagit au résultat décevant du deuxième trimestre 2016. Il nous amène à prévoir un recul de la consommation de 0,2% au troisième trimestre, avant un rebond de 0,3% au quatrième. Ce scénario de risque conduirait la contribution de la consommation à 0,8 point de pourcentage dans la croissance du PIB en 2016. Cela étant, ce n'est pas notre scénario principal

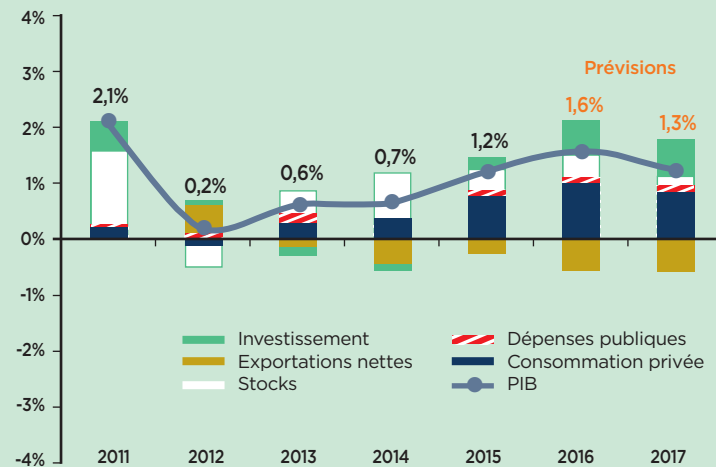
car des chocs exogènes sont la principale cause du mauvais deuxième trimestre en France.

Nous espérons une correction au deuxième semestre et estimons même que la croissance pourrait atteindre 1,6% en 2016. La consommation des ménages en sera le premier contributeur (un point de pourcentage), suivie par l'investissement (0,6 point de pourcentage). Au deuxième trimestre 2016, les stocks ont fortement pénalisé la croissance (de 0,7 point de pourcentage) et devraient mécaniquement contribuer positivement au troisième trimestre. Cet effet de rattrapage est possible grâce à la confiance des entreprises relativement élevée et aux pressions à la hausse sur les appareils de productions. Les taux d'utilisation des capacités de productions se situaient en moyenne à la fin du deuxième trimestre à 78%, contre 77% en 2015 et 76% en 2014. En juillet 2016, les chefs d'entreprises de l'industrie manufacturière continuaient d'anticiper une nette progression (+6%) de leurs investissements cette année, par rapport à 2015.

En 2017, Coface s'attend à un léger ralentissement de l'activité (+1,3%), toujours tirée par la consommation des ménages (0,8 point). Dans le même temps, l'investissement demeurerait dynamique. Seules les exportations nettes continueraient de grever la dynamique.

Graphique n°1.4

Prévision de la croissance française



Source : Coface

MÉTHODOLOGIE

Coface prévoit chacune des composantes de la demande du PIB. La consommation trimestrielle est prévue mensuellement via deux modèles vectoriels autorégressifs (VAR). Dans le premier, en plus de la consommation (cons_m) des 2 mois précédents, les variables explicatives sont les offres d'emplois (Emp) et la confiance des ménages (Conf) du mois précédents.

$$Consm_t = a_1 Consm_{t-1} + a_2 Consm_{t-2} + a_3 Emp_{t-1} + a_4 Conf_{t-1} + \varepsilon$$

Dans le second modèle, la consommation trimestrielle est alors expliquée à partir des 2 trimestres précédents et de la consommation estimée (cons3_m) des 3 mois constituant le trimestre par le modèle 1.

$$Consq_t = a_1 Consq_{t-1} + a_2 Consq_{t-2} + a_2 Cons3m_t + \varepsilon$$

Encadré 1

Un gonflement peu inquiétant à ce stade de la dette des entreprises

La crise mondiale de 2008-2009 a été en partie provoquée par un endettement privé excessif. Et les pays qui ont connu la plus forte augmentation de cet endettement avant 2008 ont subi les plus profondes récessions (Espagne, Etats-Unis, Royaume-Uni).

Or entre 2008 et 2016, la France est le seul grand pays d'Europe dont l'endettement des entreprises non financières augmente (de 14,8 points de pourcentage). Elle représentait 68,7% du PIB à la fin du premier trimestre 2016, soit un niveau historiquement élevé. Or dans le même temps, l'investissement des entreprises françaises n'a que faiblement augmenté (+2,5%), tandis que leur taux d'épargne a diminué de 20% à 17% de la valeur ajoutée entre 2007 et 2014. Si cette dette supplémentaire n'a pas été ni investie ni épargnée, il est probable qu'elle a permis d'aider les entreprises en bénéficiant à surmonter les effets temporaires de la crise.

Contrairement à d'autres pays européens (notamment du sud), cet endettement a été permis en premier lieu par la relative résilience du secteur bancaire français. En Espagne comme en Italie, le niveau des prêts non-performants (PNP) dans le bilan des banques étaient en effet plus élevés (12% des actifs en Italie en 2011 et 6% en Espagne) et donc davantage susceptible de favoriser un durcissement marqué des conditions de crédit. Le 22 juillet 2016, l'Autorité bancaire européenne (EBA) publiait un

rapport sur l'état des PNP dans l'Union européenne (UE). Si la moyenne de prêts non performants dans le bilan des banques européennes est de 5,7%, la France affiche un ratio de 4%.

Bénéficiant des politiques incitatives de la Banque centrale européenne et de l'orientation de la conjoncture, les conditions de crédit sont favorables du côté de l'offre et de la demande d'après la BCE ⁽¹⁾. En effet, au deuxième trimestre 2016, ces conditions se sont assouplies d'après les banques françaises en lien avec une concurrence forte entre les banques qui anticipent une nouvelle hausse des demandes de prêts au troisième trimestre. Les entreprises françaises déclarent aux banques avoir besoin de lignes de crédits pour investir et surtout pour financer des opérations de fusions acquisitions.

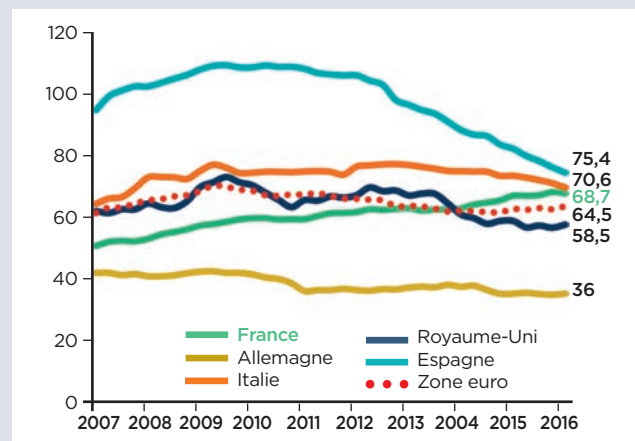
Outre les crédits bancaires, les émissions d'obligations ont aussi facilité l'endettement des entreprises françaises. Elles représentent 566 milliards d'euros en juin 2016 et 39% de la dette. Pour la zone euro dans son ensemble, le taux d'intérêt moyen d'une obligation à 5 ans d'entreprises notées AA est en effet passé de 4,98% début 2008 à 0,03% le 22 août dernier ! La BCE, qui s'est lancée dans le rachat d'obligations d'entreprises (510 milliards d'euros) après de multiples mesures d'assouplissement monétaire, est bien sûr en partie à l'origine de cette tendance. La moitié de l'encours total d'obligations d'en-

treprises françaises est éligible. Entre 2008 et 2015, la dette qu'elles ont émise a ainsi augmenté de 104%, ce qui confirme leur appétit pour ce mode de financement. Si la dynamique des pays du sud de l'Europe est similaire (+115% en Italie et +100% en Espagne), les montants de dettes sont beaucoup plus faibles (resp 144 et 28 milliards d'euros). A l'opposé, les entreprises allemandes se tournent peu vers le marché (+22%, 152 milliards d'euros).

Pour autant, cet accroissement de la dette semble peu inquiétant à ce stade. En effet, le CICE ⁽²⁾ et le rebond de l'activité ont porté le taux d'autofinancement des entreprises à 92% au premier trimestre 2016, alors que les marges pourraient atteindre 32,7% en 2016 selon Coface. Autrement dit, les entreprises disposent d'un revenu presque suffisant pour ne pas se tourner vers le crédit ou le marché, sauf pour profiter des taux bas comme la faiblesse du coût du crédit (1,89% en moyenne pour un prêt à moyen-long terme) les y incite. Leur dette devrait donc continuer à croître à un rythme modéré, comme cela a été le cas entre les premiers trimestres 2015 et 2016 (+0,8%). Si l'augmentation de la dette des entreprises doit être surveillée, elle demeure à 20 points du seuil critique de dette des entreprises retenu dans la littérature ⁽³⁾ (90% du PIB). Au-delà de ce seuil, la progression de l'endettement est en effet associée à une baisse de la croissance du PIB.

Graphique n°1.5

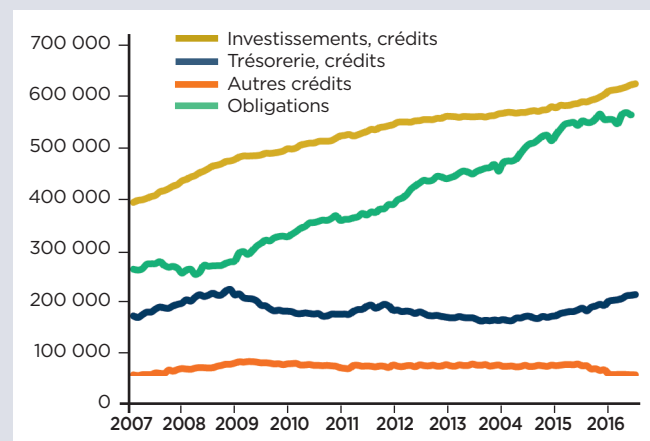
Evolution de la dette des entreprises non financière en Europe, % PIB



Source : Banque de France

Graphique n°1.6

Evolution de la dette des entreprises non financières par composante, en milliers d'euros



Source : Banque de France

(1) The euro area bank lending survey, deuxième trimestre 2016

(2) Crédit impôt compétitivité emploi

(3) Voir sur ce sujet le Panorama Coface de mars 2015 <http://www.coface.com/var/cofaweb/storage/images/media/files/group/miniature-panorama-coface-fr2/1671263-1-fre-FR/Miniature-panorama-coface-FR.jpg>

Encadré 2

Italie

Les secteurs des animaux vivants, du fer et de l'acier et des matières plastiques les plus exposés en cas de choc sur la croissance italienne à la suite d'une éventuelle victoire du « non » au référendum.

Cinquième partenaire commercial à l'exportation de la France (6,2 % du total des exportations françaises en valeur en 2015), l'Italie reste un marché important pour la France, mais en perte de vitesse. Les exportations vers ce pays (cf. graphique n°1.7) ont en effet progressé de seulement 1,2% en 2015 par rapport à la moyenne 2001-2014, alors que les exportations vers l'Allemagne (premier partenaire commercial) ont augmenté de 24,4 % et de 37,7% pour les exportations vers le monde sur la même période. En cas de victoire du « non » au référendum italien⁽⁴⁾, qui se tiendra d'ici la fin d'année, le risque d'incertitudes politiques prolongées affectant la confiance des entreprises et des ménages et donc l'activité n'est pas à exclure, le Président du conseil Matteo Renzi ayant annoncé qu'il démissionnerait dans ce cas.

La base de données TiVA de l'OCDE permet de mieux appréhender les exportations en termes de valeurs ajoutées domestiques. Si, en moyenne entre 2011 et 2015, la France a exporté pour 35 milliards de biens vers l'Italie, seulement 75% de la valeur ajoutée

des produits est française, soit 24 milliards d'euros (1,2% du PIB). Une baisse de 10% des exportations à destination de l'Italie coûterait dès lors à l'économie française 0,12 point de PIB. En 2009, après la crise financière mondiale (choc extrême), les exportations vers l'Italie avaient baissé de 21% (0,25 point de PIB). En cas de transmission du choc italien, le secteur des véhicules de transport serait le plus à même d'affecter l'économie française de par son poids dans les exportations vers l'Italie (10,6%) dont 60% de la valeur ajoutée est française, ce qui représente 0,13 point de PIB. De la même manière, une baisse de 10% des exportations affecterait l'activité de 0,013 point.

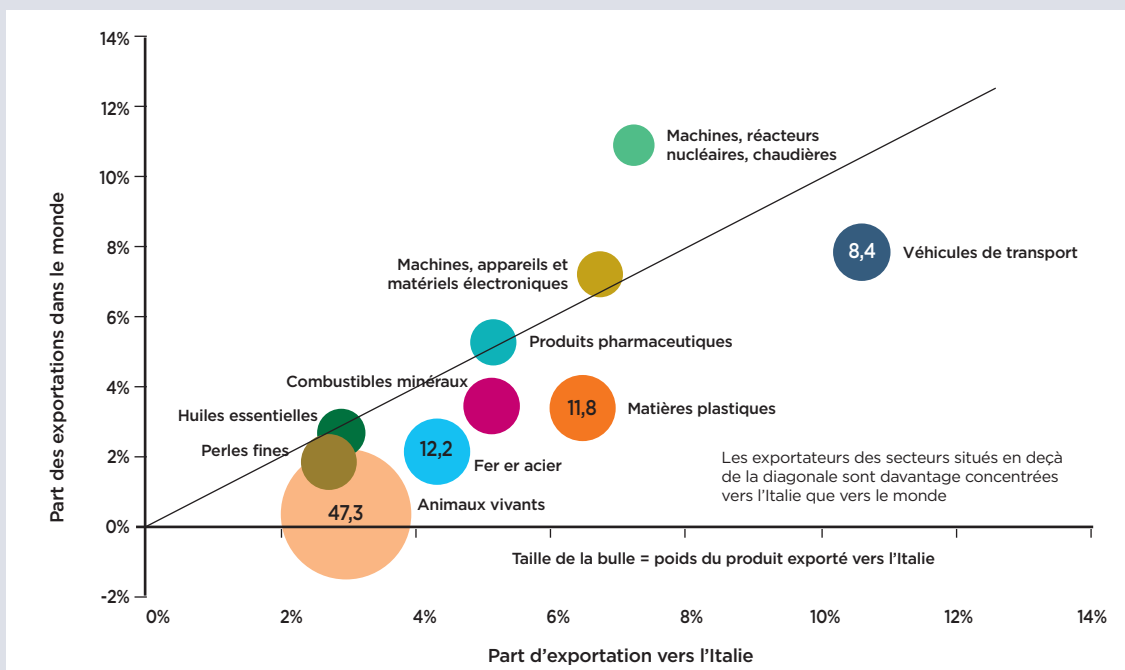
Pris indépendamment, l'impact sur l'économie d'une baisse d'un autre produit exporté vers l'Italie serait très marginal. Néanmoins, pour certains sous-secteurs, ce partenaire constitue un débouché très important, comme par exemple les exportations d'animaux vivants. Dans l'agriculture, la part de la valeur ajoutée domestique atteint 80%. Si une baisse des exportations du secteur aurait des consé-

quences maîtrisées pour l'économie française car cette filière représente 0,04 point de PIB, celle-ci s'en trouverait néanmoins très affectée. Cet unique partenaire italien absorbe 47,3% de la demande mondiale pour ce segment. Ce résultat est encore plus marqué pour l'espèce bovine qui représente 96% des ventes du secteur des animaux vivants en Italie.

De même, plusieurs filières françaises pourraient être affectées. Après les animaux vivants, celles du fer et de l'acier et des matières plastiques sont les plus exposées au marché italien. D'autant que les exportations françaises de ces secteurs vers l'Italie surperforment celles vers le reste du monde. Ainsi, les sous-secteurs en risques sont les médicaments constitués par des produits mélangés (89% du secteur pharmaceutique), les voitures de tourisme et autres véhicules automobiles (61% du secteur véhicules de transport), le gaz de pétrole (45% du secteur combustibles minéraux) et les produits de beauté (43% du secteur huiles essentielles).

Graphique n°1.7

Lecture pour les véhicules de transport : 11% des exportations vers l'Italie concernent des véhicules contre 7% dans le monde. En termes de débouchés pour le secteur, l'Italie représente 8,4% de la demande mondiale.



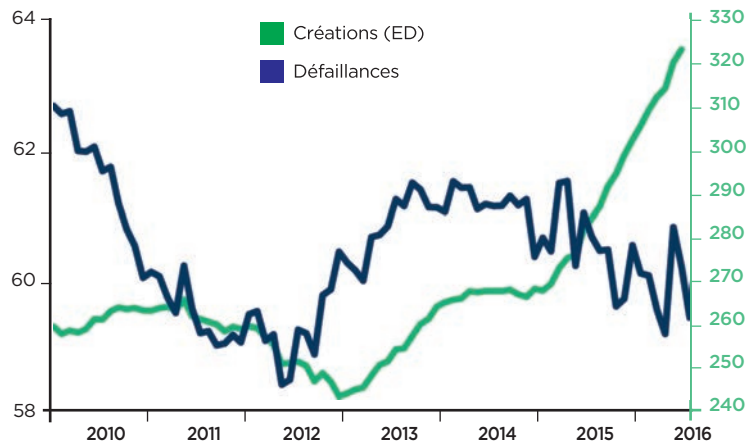
Sources : UNCTAD, Coface

(4) Le référendum porte sur la réforme constitutionnelle du Sénat. Selon les derniers sondages, le « oui » l'emporterait, mais l'écart est très mince.

2 DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES

Graphique n°2.1

Evolution des défaillances et créations d'entreprises (en milliers, annuel)



Sources : Ellisphère, Insee, Coface

Graphique n°2.2

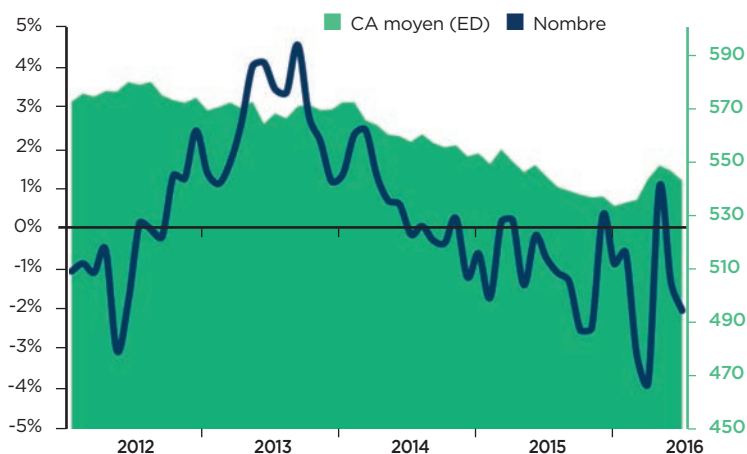
Evolution mensuelle des défaillances d'entreprises



Sources : Ellisphère, Coface

Graphique n°2.3

Variation annuelle des défaillances d'entreprises et du chiffre d'affaires moyen (en milliers d'euros)



Sources : Ellisphère, Coface

La baisse des défaillances se confirmera au second semestre

En juillet 2016, 59 400 entreprises ont fait faillite sur un an (soit une baisse de 2,1% par rapport à juillet 2016), un chiffre quasi identique à celui de mars 2016 (59 500). Depuis le record d'avril 2014, le mouvement de baisse des défaillances d'entreprises s'était poursuivi en France jusqu'au premier trimestre 2016. Le deuxième trimestre a été marqué par un soubresaut des défaillances d'entreprises lié notamment à la sortie des effets grève datant de mai 2015, qui a rendu les données de défaillances volatiles car l'activité des greffes s'en est trouvée réduite. La soudaine remontée des défaillances sur un an en mai est donc essentiellement technique. En 2017, la baisse des défaillances sera plus graduelle malgré la bonne orientation de l'activité car la forte croissance des créations d'entreprises (322 581 à fin juin hors auto entrepreneurs, +15% sur un an) depuis 2015 se reflètera négativement dans l'évolution des défaillances. Trois entreprises sur dix font défaut dans les trois premières années suivant leur création selon l'INSEE⁽⁵⁾. Cette dynamique se rapproche de celle d'avant crise (340 686 créations en août 2008). Le stock d'entreprises était ainsi de 4,2 millions en 2015 contre 3,5 millions en 2006 ce qui conduira mécaniquement le rythme annuel des défaillances à un niveau supérieur à la moyenne d'avant crise financière.

Le coût total des défaillances sur l'économie, calculé par la somme de l'encours des dettes fournisseurs, a atteint 3,66 milliards d'euros, soit une baisse de 9% sur un an. Le nombre d'employés concernés augmente, en revanche, de 1% à 187 000 personnes.

En juillet 2016, quelques 4 273 défaillances d'entreprises ont été enregistrées, soit une baisse de 15,7% par rapport à la même période en 2015. Sur les sept derniers mois, la tendance baissière est de 3%.

Progression de la taille moyenne d'une défaillance

Alors qu'elle s'inscrivait en baisse depuis 2012, la taille moyenne⁽⁶⁾ d'une défaillance mesurée par le chiffre d'affaires (CA) a augmenté au premier semestre pour atteindre 542 000 euros à fin juillet, en hausse de 1,1% par rapport à 2015. Sur un an le CA moyen baisse néanmoins de 0,3%. Le secteur des métaux semble en partie expliquer cette hausse avec une montée de 10,9% de la taille de ses défaillances à 1,175 million. En outre, sur les sept derniers mois, deux des cinq plus grandes défaillances (non incluses dans la moyenne réduite) sont dans ce secteur. La société AVEYRONNAISE DE METALLURGIE et FRANCAISE DE ROUES faisaient respectivement 101 millions d'euros et 73 millions de CA. La plus grande défaillance est celle du distributeur de vente à distance PIXMANIA (CA de 295 millions d'euros).

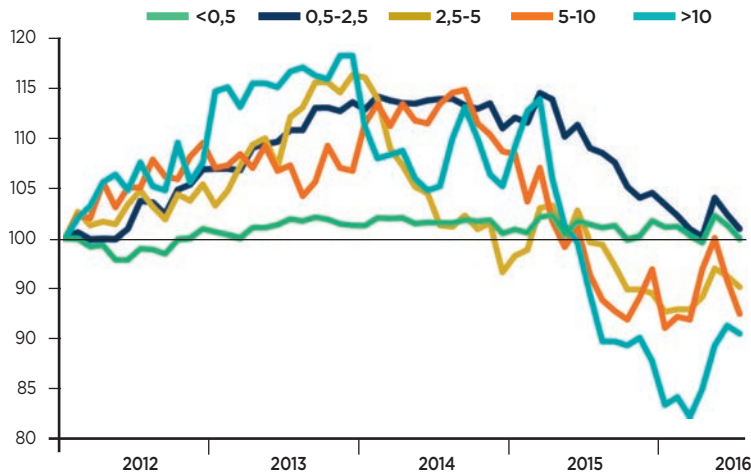
Dans le même temps, l'âge moyen d'une défaillance d'entreprises s'est stabilisé à 79 mois, après un record historique en août 2015 à 80,4 mois sur un an.

(5) Insee première, n°1543, Avril 2015

(6) Moyenne annuelle réduite pondérée, 1% des observations aux extrémités inférieure et supérieure de la distribution sont exclues pour donner une image plus fidèle du CA moyen

Graphique n°2.4

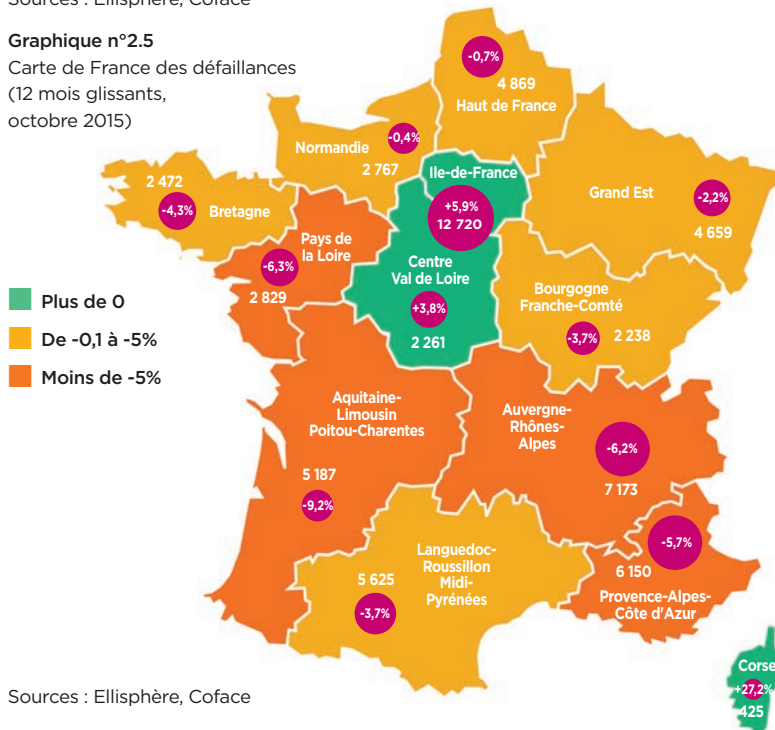
Carte de France des défaillances (12 mois glissants, octobre 2015)



Sources : Ellisphère, Coface

Graphique n°2.5

Carte de France des défaillances (12 mois glissants, octobre 2015)



Sources : Ellisphère, Coface

Les plus petites entreprises toujours surreprésentées

Les entreprises qui font moins de 2,5 millions de CA continuent d'enregistrer un niveau de sinistres supérieur à celui du 1^{er} janvier 2012. Or, ces entreprises concentrent 97,8% des défauts.

Si le nombre de défaillances de chacune des tranches à fin juillet est sensiblement similaire à celui d'avril, les grandes entreprises font exception en demeurant à un niveau de 7% plus élevé (229 défaillances).

Toujours pas d'amélioration en Ile-de-France

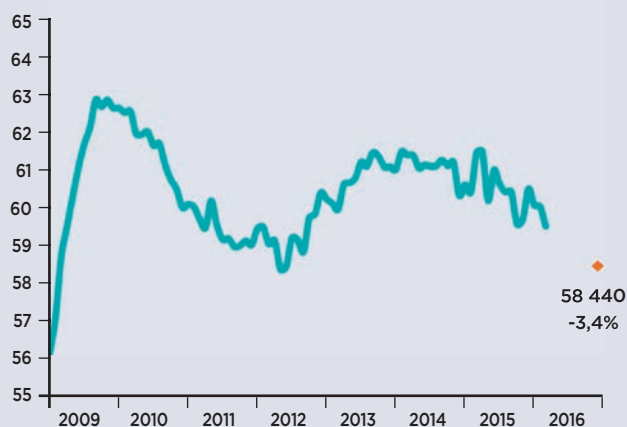
Sur les douze derniers mois à fin juillet 2016, les défaillances d'entreprises augmentent dans trois régions : le Centre (+3,8%), l'Ile-de-France (+5,9%) et la Corse (+27,2%). Deux régions enregistrent de faibles baisses : la Normandie (-0,4%) et les Hauts-de-France (-0,7%) et quatre régions des reculs plus marqués : l'Aquitaine-Limousin-Poitou-Charentes (-9,2%), les Pays de Loire (-6,3%), l'Auvergne-Rhône-Alpes (-6,2%) et la Provence-Alpes-Côte d'Azur (-5,7%).

La région Ile-de-France concentre 21,4% des défaillances en France métropolitaine soit un niveau similaire aux poids de ses entreprises en France. La hausse des défaillances dans de nombreux secteurs explique que cette région diverge des tendances nationales. Dans le secteur des transports, les défaillances ont augmenté de près de 22% sur un an à fin juillet 2016. C'est la première contribution à la hausse de 6,8% du territoire national. De même, les services aux particuliers (+11,9%) connaissent une hausse plus marquée qu'à l'échelle nationale (+3,5%). Enfin, les secteurs du textile (+19%) et de l'agroalimentaire (+13,1%), comme pour le reste du territoire, sont sinistrés. La baisse du tourisme en Ile-de-France, liée aux attentats de novembre 2015, est venue renforcer un phénomène déjà visible à l'automne 2015. Les secteurs qui en souffrent le plus sont donc les services à la personne, les transports et, dans une moindre mesure, les distributeurs de vêtements. Ces faillites seraient également liées à « l'uberisation » de notre société, patente en Ile-de-France. Coface cherchera à évaluer les coûts/bénéfices dans une étude à paraître en décembre 2016.

Prévisions de défaillances d'entreprises en 2016

Graphique n° 2.6

Défaillances d'entreprises sur un an (milliers)



Selon notre modèle de prévision le nombre de défaillances d'entreprises reculera de 3,4% en 2016 et s'établira à 58 440 défaillances :

$$Def_t = b Def_{t-1} + c PIB_t + d Marges_{t-2} + \epsilon$$

Cette baisse attendue s'explique par la dynamique du PIB, mais également par la remontée du taux de marge des entreprises. Avec deux trimestres d'avance, la hausse du taux de marge, qui atteindra selon nous 32,7% en 2016, explique la baisse des défaillances.

Enfin, le crédit aux sociétés non financières est également bien orienté avec une progression de 4,3%, supérieure à 3% depuis février 2015, ce qui laisse espérer une évolution positive pour les défaillances dans les six prochains mois.

Sources : Ellisphère, Coface

3 RISQUE SECTORIEL

Tableau n°3.1

RISQUE SECTORIEL COFACE		
Secteurs	Europe de l'Ouest*	France
Agroalimentaire	Orange	Orange ↘ Rouge
Automobile	Rouge ↗ Orange	Orange ↗ Vert
Chimie	Orange	Orange
Construction	Rouge ↗ Orange	Rouge
Distribution	Orange	Vert
Energie	Rouge	Rouge
Métallurgie	Noir ↗ Rouge	Rouge
Papier-bois	Rouge	Rouge
Pharmacie	Orange	Orange
Textile-habillement	Rouge	Rouge
TIC**	Orange ↗ Vert	Orange
Transport	Orange	Orange

Source : Coface

* Les changements d'évaluations en Europe ont été faits en juillet 2016

** Technologie de l'information et de la communication

■ Risque faible ■ Risque moyen
■ Risque élevé ■ Risque très élevé
↗ Le risque s'est amélioré
↘ Le risque s'est détérioré

L'évolution contrastée des défaillances met en lumière le ralentissement de l'économie française au deuxième trimestre. Si la tendance globale demeure favorable, la santé financière des secteurs d'activité en France a souffert différemment des attentats, des grèves et des intempéries. In fine, Coface procède ce trimestre à un déclassement (agroalimentaire) et un reclassement (automobile).

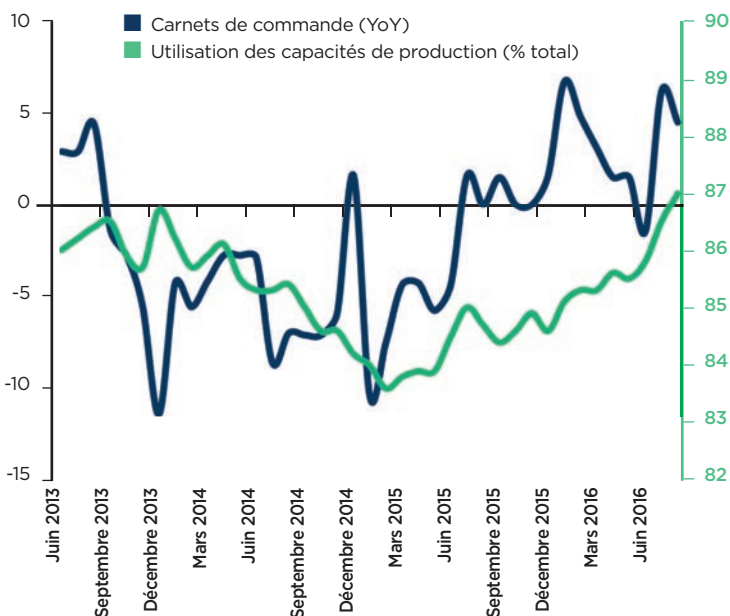
Le secteur automobile a été reclassé en risque faible, comme au niveau européen au mois de juillet (cf. *l'étude sur l'automobile*, page 10). A cause des mauvaises récoltes céréalières et de la progression des défaillances dans le sous-secteur de la viande, le secteur de l'agroalimentaire a été déclassé en risque élevé.

MÉTHODOLOGIE D'ÉVALUATION COFACE DU RISQUE SECTORIEL

Les évaluations Coface se fondent sur des données financières publiées par les entreprises françaises cotées. Son indicateur statistique de risque de crédit synthétise simultanément les évolutions de cinq indicateurs financiers (évolutions du chiffre d'affaires, de la profitabilité, du taux d'endettement net, du cashflow, et de la sinistralité observée par notre réseau).

Graphique n°3.2

Evolution des tensions de production dans l'industrie du bâtiment



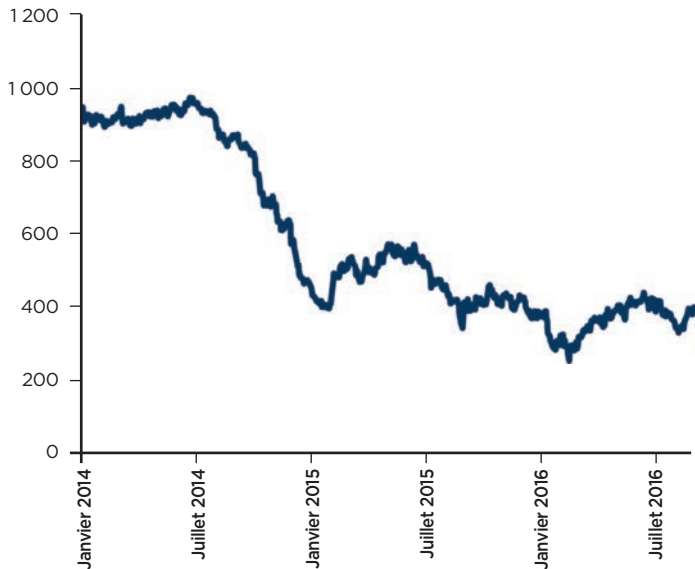
Source : Banque de France

CONSTRUCTION : la reprise se confirme

Depuis le deuxième trimestre 2015 des signes de reprise sont visibles dans la construction où les défaillances enregistrent une baisse annuelle de 5,7% à fin juillet. Les taux immobiliers bas séduisent des ménages dont la confiance se restore lentement. En effet, le taux de crédit moyen d'emprunt à long terme et à taux fixe publié par la Banque de France était de 1,86% en juin contre 2,33% en janvier. Grâce à ces taux avantageux les prêts immobiliers progressent de 4,1% en juin sur un an. Il faut remonter à mai 2012 pour trouver pareil rythme. L'effet sur les prix se fait ressentir. Au niveau national, les prêts immobiliers ont augmenté de 0,6% au premier trimestre 2016 et cette hausse pourrait perdurer car, à fin mai, le volume de ventes de logements anciens augmentait de 17% sur un an et de logements neufs de 5,2% à fin juillet. Le taux moyen d'utilisation des capacités de production dans l'industrie du bâtiment est passé à 87% en août et a atteint son plus haut niveau depuis janvier 2014 selon l'INSEE (cf. *graphique n° 3.2*). Néanmoins, ces bons chiffres ne redonnent pas encore confiance aux chefs d'entreprises du bâtiment, qui craignent une baisse de leur activité au quatrième trimestre.

Graphique n°3.3

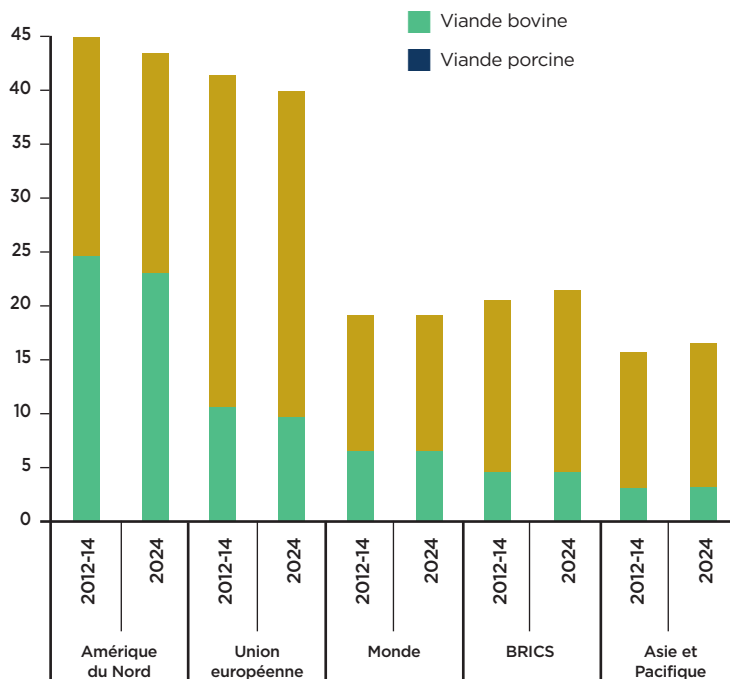
Evolution des cours du naphta en Europe de l'Ouest, en dollar/tonne



Source : ICIS

Graphique n°3.4

Evolution de la consommation annuelle de viande dans le monde (kg/hab)



Source : OCDE

CHIMIE : un effet d'aubaine sans réel reprise

Le secteur de la chimie voit ses défaillances chuter de 11,1% à fin juillet 2016, sur un an. Si ces défaillances sont orientées à la baisse depuis près d'un an, la décreue constatée semble s'accélérer depuis le mois de mai. Grâce aux niveaux bas des cours du naphta (399 USD/tonne à fin août 2016, 365 USD/t en moyenne sur les huit premiers mois de l'année), les industriels du secteur reconstituent leurs marges. A court terme, Coface ne prévoit pas de fort rebond des cours du pétrole (dont le naphta est un dérivé très utilisé en Europe de l'Ouest). De plus, la marge bénéficiaire nette des entreprises du secteur continue de croître légèrement à fin juin 2016, pour atteindre 8,7%, contre 8,3%⁽⁷⁾ un trimestre plus tôt. Cependant, le CA se tasse, avec une hausse de seulement 0,1% au deuxième trimestre 2016 par rapport au trimestre précédent. L'Union des industries chimiques (UIC) table sur une croissance des ventes de seulement 1% en 2016.

AGROALIMENTAIRE : un environnement mondial défavorable et des tensions à l'échelle nationale

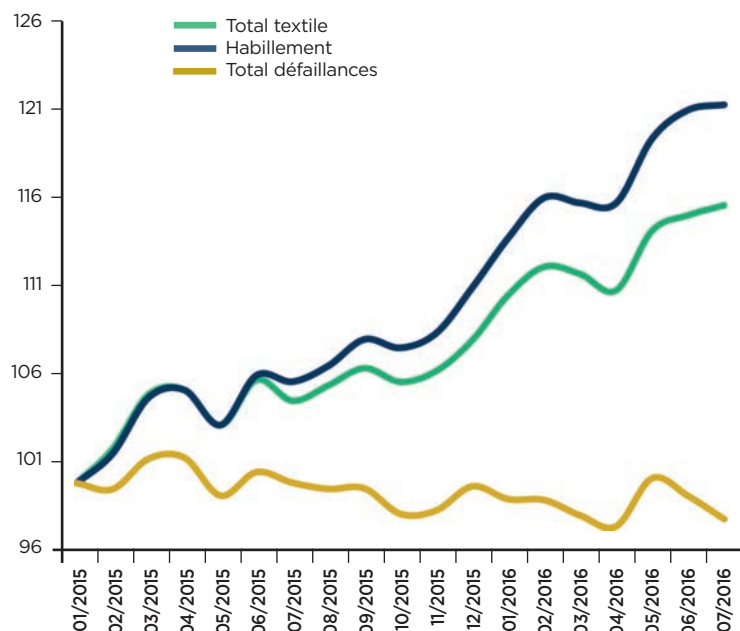
En juillet 2016, ce secteur enregistre une troisième hausse consécutive de ses défaillances (+2,8%). La viande (13% du poids des défaillances du secteur) est la filière la plus exposée avec une augmentation de 13% des défaillances. Alors que les prix mondiaux de la viande baissent de 9% sur un an, ils résistent pourtant en France, en augmentant de +0,2% sur un an en juillet 2016 (INSEE). Néanmoins, même si 75% de la viande consommée en France est d'origine française, les producteurs nationaux sont soumis à une rude concurrence européenne (la France est le premier pays européen exportateur de bétail et de viande). De plus, à l'image des autres pays de l'UE, les producteurs français ne sont pas épargnés par le ralentissement de la consommation de viande dans les pays développés.

Plus globalement, la croissance des défaillances de 3,2% dans l'industrie agroalimentaire (55% des défaillances du secteur) pèse sur l'ensemble du secteur. Cette industrie, qui constitue le premier secteur industriel français, aussi bien en termes de CA que d'emplois générés, avec une majorité (98%) de TPE (76%) et de PME (22%). A titre d'exemple, la moitié des défaillances d'entreprises dans l'agriculture et la pêche provient d'exploitants agricoles ayant une affaire personnelle. Malgré le soutien de l'UE, ce réseau de petites entreprises demeure, par essence, fragile. Le climat de tension actuel (crise du lait et mauvaises récoltes céréalières notamment) ne devrait pas, à court terme, contribuer à la baisse du niveau des défaillances.

(7) Rapport du résultat financier sur le chiffre d'affaires

Graphique n°3.5

Défaillances d'entreprises du textile et de l'habillement (ventes au détail)



Sources : Ellisphère, Coface

TEXTILE : l'habillement français souffre toujours

Avec 2 260 entreprises concernées (sur un an) le nombre de défaillances annuel a progressé de 10,6% en juillet. Ce secteur est de loin le plus à risque au regard de cet indicateur en 2016. Sa marge nette a diminué de 37% entre décembre 2015 à juin 2016, ce que reflète notre évaluation en risque élevée d'avril 2016.

L'habillement, qui représente 89,8% du total des défaillances du textile-habillement, en est le principal responsable, avec une hausse de 14,8% des défaillances en juillet 2016. Si l'année 2015 avait été marquée symboliquement par le redressement judiciaire de la société GERARD DAREL PABLO, la tendance se poursuit avec une croissance annuelle de 16,7% des défaillances dans le « commerce de détail d'habillement en magasin spécialisé » en juillet 2016. Ces défaillances représentent presque deux tiers (63,2%) de celles de l'habillement. Les entreprises de ce sous-secteur français sont victimes d'une concurrence exacerbée (groupe espagnol Inditex ; CA en croissance de 17% au premier semestre), et de la très forte croissance des ventes sur internet (taux de pénétration de 36,6% prévu en 2016, contre 31% en 2014). Enfin, dans un contexte sécuritaire, social et météorologique défavorable la fréquentation touristique dans la capitale (et en Ile-de-France) a fortement chuté au cours du premier semestre (1 million de touristes en moins, soit une baisse de 6,4%), ce qui défavorise également les ventes.

4

SECTEUR AUTOMOBILE EN FRANCE : INTERNATIONALISATION À MARCHÉ FORCÉE

Le marché automobile français va mieux. Les immatriculations de véhicules neufs ont en effet crû de 5,4% sur les sept premiers mois de 2016 et nous prévoyons une hausse de 5,6% pour l'ensemble de l'année 2016. Si le pic d'immatriculations se rapproche, 2017 sera encore une année de croissance, que nous estimons entre 1,5% et 2,5%. Cette hausse est liée à la consommation des ménages toujours dynamique (0,8 point de pourcentage), notamment grâce à l'amélioration du marché de l'emploi et au crédit bon marché.

Grâce au développement de nouveaux modes de financement, les particuliers reviennent, en partie, sur le marché du véhicule neuf, mimant les pratiques des marchés américain et britannique.

Pour toutes ces raisons, nous réévaluons notre appréciation du risque sectoriel pour l'automobile en France en risque faible dans le cadre de notre baromètre sectoriel trimestriel. Néanmoins, nous demeurons réservés quant au segment des équipementiers de rang 2 et 3, dont les fragilités persistent.

Au-delà de ces dynamiques conjoncturelles, le secteur est marqué par une internationalisation rapide de beaucoup de ses acteurs. Du côté de la production, la course à la baisse des coûts unitaires par véhicule continue. Outre la délocalisation de l'assemblage, les fonctions d'ingénierie et de recherche et développement (R&D) vont, elles aussi, dans des pays aux coûts de travail attractifs. Ces opérations doivent, via un recours accru à la sous-traitance, réduire les coûts.

Les grands équipementiers quant à eux (ceux de rang 1⁽⁸⁾) prennent de plus en plus de poids dans la chaîne de valeur, et n'hésitent plus à quitter la France pour suivre leurs clients et de nouveaux débouchés à forte valeur. Ainsi, ils se positionnent sur des technologies-clés : aide à la conduite, véhicules « décarbonés » ...

(8) Équipementiers en relation commerciale directe avec les constructeurs automobiles.

L'embellie du marché automobile profite surtout au segment économique

Des immatriculations robustes

Bien qu'inférieure à sa moyenne de long terme (100), la confiance des ménages se redresse et les incite à plus consommer. Selon l'indicateur synthétique de l'INSEE mesurant cette confiance, le point d'inflexion semble se situer au mois de juin 2013 (cf. graphique n°4.1). Mais probablement à cause des attentats entre juin et juillet, des grèves et des intempéries, le mois de juillet semble marquer un temps d'arrêt. Outre ce trou d'air, certains particuliers se remettent, après des années de restriction, à s'équiper en automobile, grâce à des modes de financement plus adaptés à leurs attentes. La location avec option d'achat de véhicules neufs en est l'exemple le plus précis, constituant 64% des prêts accordés, selon les données de l'Association française des sociétés financières. Ces opérations de crédit ont représenté 36% du montant du crédit à la consommation automobile sur les six premiers mois de 2016. Ce type d'opération a augmenté de 40% au premier semestre de 2016, tandis que le crédit classique recule de 2,3%⁽⁹⁾ sur la même période. Cette dynamique est identique au cas britannique, où près de 75% des véhicules neufs sont achetés via un *Personal Contract Purchase*, produit aux caractéristiques identiques à la LOA.

Ce retour des particuliers sur le marché automobile français s'accompagne d'un engouement pour des modèles d'entrée ou de gamme moyenne. Selon le CCFA⁽¹⁰⁾ sur les sept premiers mois de 2016, 53% des véhicules vendus en France appartiennent à la gamme économique inférieure, alors qu'au niveau européen, elle ne représente que 42% des immatriculations. D'aucuns avancent le concept de paupérisation du marché domestique français pour expliquer son état actuel. Enfin, ce marché est maintenant dominé par les professionnels et les entreprises (55% du marché), dont les véhicules se retrouvent après trois ans d'utilisation sur celui de l'occasion. Ce dernier est le lieu privilégié par les particuliers pour s'équiper. Ainsi plus de cinq millions de véhicules particuliers ont changé de mains en 2016, appartenant en majorité à la gamme économique.

Graphique n°4.1

Immatriculations et confiance des ménages



Sources : Insee, SOeS

Prévisions Immatriculations

Nous avons développé un modèle de prévision des immatriculations de voitures particulières en France jusqu'à la fin de l'année 2016. La méthodologie adoptée est celle d'un modèle additif, dont une partie des variables explicatives est transformée via des interpolations par des splines cubiques. Ainsi, grâce à ces transformations des effets non linéaires des variables sur les immatriculations sont pris en compte. En outre, cette méthodologie permet d'intégrer la structure de corrélation induite par l'utilisation de variables liées au temps.

Les variables explicatives intégrées au départ étaient le crédit à la consommation (Banque de France), le nombre de chômeurs (INSEE), l'indicateur de confiance des ménages (INSEE), les ventes au détail hors automobile (INSEE), le sous-indicateur de la propension à acheter un véhicule dans les 12 mois (INSEE), et enfin la tendance. Seuls les crédits à la consommation, ainsi que la confiance des ménages et la tendance étaient significatifs au seuil de 10%.

Coface prévoit ainsi une augmentation des immatriculations de 5,6% en 2016, une hausse plus faible que celle de 2015 qui s'établissait à 6,3% CVS-CJO.

Pour 2017, nous prévoyons une hausse moins forte située entre 1,5% et 2,5%.

(9) 1 424 millions d'euros.

(10) Comité des constructeurs français d'automobiles.

Les constructeurs s'adaptent

Entre 2010 et 2014, les constructeurs français, ont dû faire face à une baisse des ventes sur leur marché domestique, qui occupait plus de 50% de parts de marché, provoquant une sous-activité des usines. Comme en Espagne la réponse apportée fut de limiter les coûts unitaires de chaque véhicule produit afin d'abaisser le point-mort⁽¹¹⁾. En d'autres termes, la productivité a crû en augmentant le plan de charge par usine (produire plus en assemblant de nouveaux modèles, *graphique n°4.2*), mais en provoquant des suppressions de postes, des gels de salaires et de recrutements. Ceci sans compter les efforts sur la modernisation des usines hexagonales, l'amélioration de la qualité, des processus achats et de la logistique.

L'Espagne est allée plus loin dans ce processus de « dévaluation interne » en baissant plusieurs éléments de rémunération des salariés, mais aussi en facilitant le travail toute la semaine. Les sites espagnols se sont trouvés en concurrence avec les sites français pour produire les mêmes modèles (Trémery contre Vigo pour les moteurs, par exemple). Grâce à la présence de l'Etat au capital des deux constructeurs nationaux, le pavillon France a pu maintenir⁽¹²⁾ son outil industriel, même si la production espagnole est un tiers plus élevée que celle française⁽¹³⁾ (alors qu'en 2006, elle était inférieure d'un tiers).

En outre, le lancement de nouveaux modèles est la condition *sine qua non* pour augmenter le plan de charge, bien que des arbitrages difficiles doivent être faits. Ainsi, 2016 étant l'année du mondial de l'automobile de Paris, des modèles à gros volume de production devraient sortir cette année, tel le renouvellement de la Peugeot 3008 qui sera assemblée à Sochaux. La première version de ce modèle s'est vendue à 37 094 véhicules au premier semestre 2016, soit une hausse de 3,7% par rapport au premier semestre 2015 selon les données du CCFA. Toujours selon cet organisme, ce modèle occupe la cinquième place des voitures les plus vendues en France à cette date.

La meilleure santé du secteur automobile domestique se traduit également par une baisse significative du nombre des défaillances de ses entreprises. Ainsi, on remarque que les défaillances ont amorcé une décline entre 2014 et 2015, après des années de hausse continue. Le *graphique n°4.3* illustre notre propos. Cette baisse s'explique par les facteurs précédemment cités, en particulier l'amélioration de la conjoncture économique nationale.

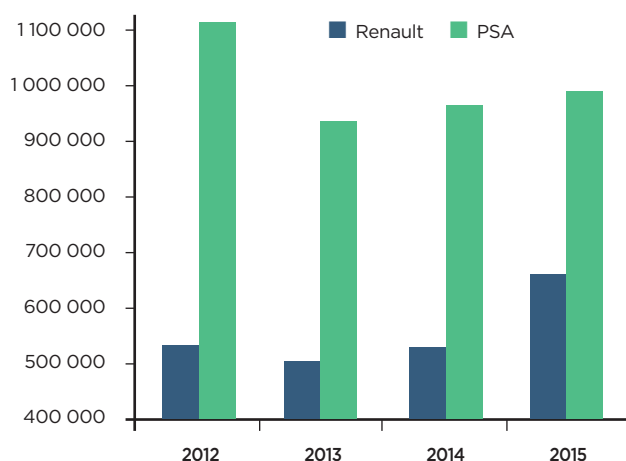
Un pays dont l'attractivité change

Automobile : France, terre d'accueil ?

S'il est un phénomène connu dans l'univers automobile, c'est bien celui des délocalisations. Plusieurs motifs peuvent entraîner un acteur du secteur (constructeur ou équipementier) à produire ailleurs : baisser ses coûts de production, se rapprocher d'un marché dynamique ou suivre un grand donneur d'ordre. Par exemple PSA, très centré⁽¹⁴⁾ sur l'Europe de l'Ouest, dont les marchés ont souffert lors de la crise, a accéléré son internationalisation à marche forcée, en assemblant des modèles d'entrée de gamme dans des pays à bas coût⁽¹⁵⁾. Manifestement, et ceci est partagé par Renault⁽¹⁶⁾ (ainsi que par les grands équipementiers), produire des véhicules à faible valeur ajoutée⁽¹⁷⁾ en France n'est plus économiquement viable. Le segment est trop concurrentiel, même si les volumes sont conséquents (54% des immatriculations en 2015 pour la catégorie « économique et inférieure »).

Graphique n°4.2

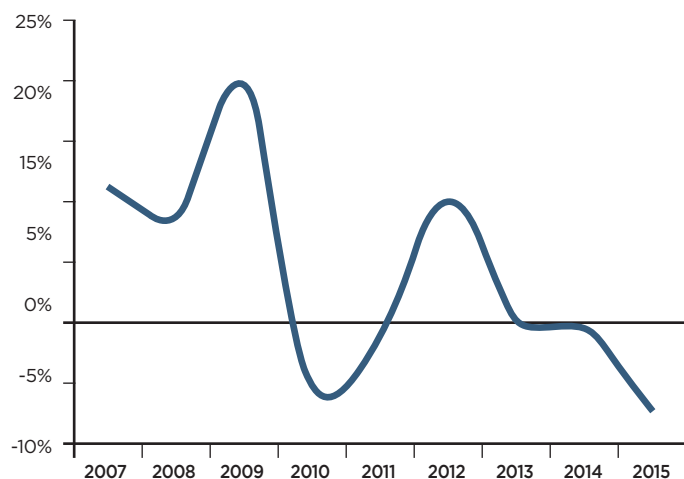
Evolution de l'assemblage de véhicule des constructeurs français en France



Source : CCFA

Graphique n°4.3

Croissance annuelle des défaillances du secteur automobile



Sources : Ellisphère, Coface

(11) Niveau de production qui équilibre les charges et les produits

(12) Malgré la fermeture de l'usine d'Aulnay-sous-Bois.

(13) En 2006, la production automobile espagnole était équivalente à $\frac{3}{4}$ de celle française.

(14) Pas seulement. On sait que PSA assemblait depuis des années dans divers pays, mais cela n'a pas été suffisant lors de la survenance de la crise de 2008, ainsi que celle des dettes souveraines en Europe.

(15) On parle ici du segment B, même si on reconnaît que des versions haut de gamme peuvent y exister.

(16) Qui produit l'essentiel des volumes de son modèle Clio en Turquie.

(17) Principalement des petites citadines, dont les marges sont estimées faibles. Sur ce dernier point, plusieurs chiffres circulent, dont la méthodologie est absente.

Le *graphique n°4.4* est éloquent à ce sujet. Renault a développé une importante implantation au Maroc (Tanger), afin d'y assembler des véhicules principalement destinés aux marchés émergents. Ces modèles d'entrées de gamme profitent d'une main d'œuvre au coût attractif, mais aussi du lieu et de son insertion dans les principales routes du commerce mondial (rappelons que la ville est située à la jonction de l'océan Atlantique et de la mer Méditerranée).

duits sont destinés à l'exportation, principalement vers les Etats-Unis. Depuis des années, le pays cherche à développer une base de production pérenne, qui inclurait aussi des équipementiers, mais aussi des fonctions de R&D, ce qu'il est en passe de réaliser : ainsi *Ford of Mexico* (FoM) a développé des compétences clés dans l'ingénierie automobile, non seulement pour adapter à des doses minimales des modèles aux spécificités du marché local, mais également pour s'insérer dans la définition de nouveaux modèles au sein du groupe Ford. Certes, ce constat concerne l'ingénierie, et non la R&D. Mais, grâce à l'accumulation d'expérience dans ce domaine, ainsi qu'à une volonté étatique de promouvoir la R&D, le Mexique se fait une place de choix dans le secteur automobile. Enfin, il cherche à attirer des équipementiers afin de parvenir à créer un microcosme favorable à l'éclosion de fonctions de R&D. Son expérience est ainsi analysée de près par certains Etats du pourtour méditerranéen, dont le Maroc.

D'autres parties de la R&D pourraient ainsi être transférées vers des pays émergents à mesure que des plans étatiques locaux s'implémenteront. Le facteur fondamental induisant ce phénomène est la montée en puissance dans ces pays d'un microcosme ou d'un *cluster* automobile regroupant les constructeurs, les équipementiers et les sous-traitants issus du monde de la logistique, mais aussi de celui des sociétés d'ingénierie et de services informatiques. Ces *clusters* intégrés bénéficieront également de passerelles avec d'autres secteurs, telle que l'aéronautique.

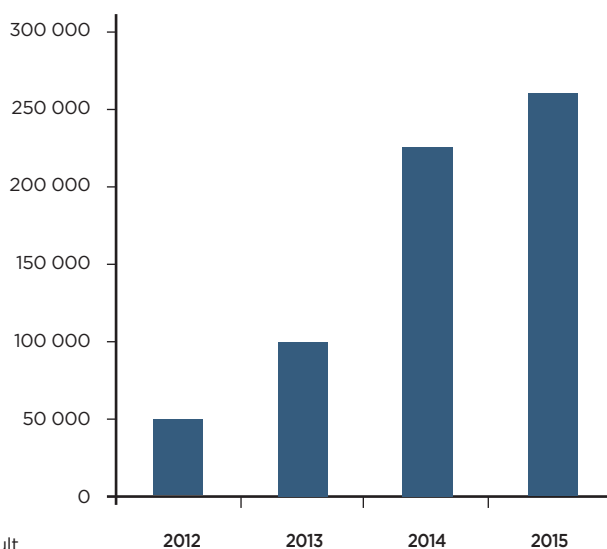
Les équipementiers eux aussi à l'étroit dans leur pré-carré

Après les deux crises successives de 2008 et 2011-2012 (*Lehman Brothers* et dettes souveraines en Europe), les équipementiers nationaux ont su rebondir⁽²⁰⁾ en élargissant non seulement leur gamme (notamment via la R&D), mais aussi leur portefeuille clients. Ainsi, Valeo est parvenu depuis la crise de *Lehman Brothers* à rééquilibrer ses ventes vers des zones et des clients plus dynamiques. Ses ventes à destination de clients français sont passées de 23% de son CA en 2011 à 16% en 2015, tandis que la part des constructeurs asiatiques (dont les groupes sont fortement implantés sur les zones et segments les plus dynamiques et profitables) est passée de 21% à 26%.

Le rapport de force entre équipementiers automobiles et constructeurs semble s'être inversé, à l'avantage des premiers. Le *graphique n°4.5 page 14* montre que les équipementiers de rang 1 disposent d'une marge opérationnelle⁽²¹⁾ moyenne de l'ordre de 7,8%⁽²²⁾, tandis que celle des constructeurs s'établit autour de 5,8%, soit une différence de 2 points de pourcentage.

Graphique n°4.4

Production annuelle de véhicules dans l'usine Renault de Tanger



Source : Renault

Jusqu'à présent, les délocalisations ont surtout touché les fonctions de production/assemblage. Un tournant, dans ce secteur du moins, semble être la volonté de PSA, via un contrat de sous-traitance signé avec la société d'ingénierie Altran, d'implanter un centre de R&D au Maroc⁽¹⁸⁾ destiné à la CAO⁽¹⁹⁾ et au calcul scientifique. D'aucuns insistent sur le fait que ce mouvement ne bénéficie qu'aux fonctions de R&D les moins intenses en matière grise, et que le cœur de cette fonction est réservée en grande partie aux équipes situées dans l'hexagone. Cet argument nous semble pertinent, car la France bénéficie d'une longue tradition dans l'ingénierie automobile, ce dont manquent certains pays du pourtour méditerranéen ou d'Europe de l'Est. Néanmoins, en postulant que les pays émergents seront les plus à même de répondre aux défis qu'ils rencontrent, ce phénomène risque de se poursuivre dans le futur. Prenons l'exemple du Mexique, qui a assemblé près de 3,5 millions de véhicules en 2015, selon l'OICA. D'après l'association mexicaine des producteurs automobiles, 70% des véhicules pro-

(18) Renault a développé le plus grand centre de R&D du groupe en dehors de France en Roumanie à Titu. N'oublions pas que ce pays est celui de Dacia racheté par Renault.

(19) Conception assistée par ordinateur.

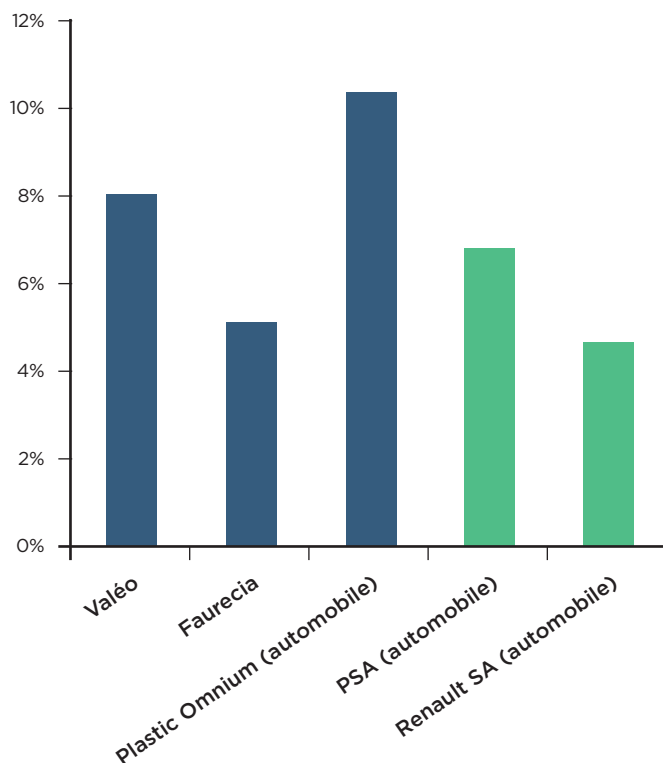
(20) Sans l'intervention de l'Etat, même si les primes à la casse ont pu aider, indirectement.

(21) Rapport du résultat opérationnel au chiffre d'affaires. Ce ratio mesure la rentabilité d'une entreprise. Ici, nous nous sommes intéressés aux divisions « automobile » des constructeurs et des équipementiers. En outre, il est nécessaire de rappeler que Faurecia est une filiale de PSA, et que la marge opérationnelle ici indiquée n'inclut pas cet équipementier.

(22) Au premier semestre 2016.

Graphique n°4.5

Comparaison des marges opérationnelles des principaux équipementiers et des constructeurs français



Source : Rapports financiers des entreprises

Ce rapport de force est surtout visible dans le fait que les équipementiers de rang 1 développent de plus en plus les technologies les plus attractives, et celles qui seront déterminantes dans le futur. Ainsi le développement de procédés pour lutter contre la pollution, en ces temps difficiles pour le diesel et les émissions de particules fines, est entre les mains d'équipementiers comme Valeo qui est aussi présent sur les systèmes d'aide à la conduite. Toutefois, près de

50% de sa R&D est dépensée hors de France, dans des centres en Europe, mais aussi en Asie et en Amérique du Nord. D'ailleurs, le groupe ambitionne de disposer d'une force de frappe de 3 000 ingénieurs en Chine dans les années qui viennent.

Le développement des ventes automobiles dans le monde, particulièrement dans les pays émergents force non seulement les constructeurs, mais aussi et surtout les équipementiers à se positionner pour étoffer leur portefeuille clients. Avec un marché principalement composé de véhicules économiques, la France ne peut offrir les niveaux de rentabilité nécessaires, sans compter que le marché est trop étroit pour que les acteurs puissent garnir suffisamment les carnets de commandes. Bien que le pays dispose d'atouts en termes d'ingénierie, de niveau de vie, et d'aptitude à s'adapter au changement, son industrie automobile nationale est à un tournant. D'ailleurs, après les deux crises successives, la France perd en compétitivité, comme le signale l'érosion de l'excédent commercial de ce secteur ⁽²³⁾. D'une part, les importations sont le fait de filiales étrangères implantées en France, et cherchant à écouler leur production vers le marché d'Europe occidentale (dont l'Allemagne). Elles sont le fait de sociétés spécialisées dans les équipementiers électroniques, et sont légèrement plus dynamiques (+4%, par an entre 2005 et 2015) que les exportations (+3%). Malgré le dynamisme conjoncturel du marché français la question de la compétitivité du secteur automobile se pose encore dans un paysage où les équipementiers de rangs 2 et 3 sont décimés par des années de morosité. Enfin, l'emploi salarié de l'industrie automobile nationale connaît une lente dégradation du nombre de ses effectifs. Selon les données de la Direction générale des entreprises ⁽²⁴⁾, les effectifs de la filière ont chuté de 28% depuis fin 2007, et de 3% sur un an. La valeur ajoutée du secteur, telle que calculée par l'INSEE, connaît une évolution similaire, passant de 13,6 milliards d'euros 2010 ⁽²⁵⁾ en 2007 à 8,8 en 2014 ⁽²⁶⁾.

(23) Erosion de l'excédent commercial des équipements automobiles, Direction des douanes, Etudes et éclairages, juillet 2016.

(24) Tableau de bord trimestriel de juin 2016.

(25) Les données sont en euros de 2010.

(26) Nous n'avons pas encore accès aux données de 2015, année de la reprise du marché, et donc de hausse de la valeur ajoutée de la filière.

RESERVE

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.com

