

Flash Economie

27 mai 2020 - 644

Des zombies plutôt que des faillites d'entreprise ?

Les pays de l'OCDE ont tous mis en place des politiques massives de soutien aux entreprises : baisses d'impôts, subventions sectorielles, financement du chômage partiel, crédits garantis par les Etats, achats de dettes par la Banque Centrale.

Normalement, ces politiques devraient conduire, par rapport à ce qui s'était passé au moment de la crise des subprimes :

- à une hausse plus faible des défauts des entreprises ;
- à une hausse plus forte du nombre d'entreprises zombies (très endettées et inefficaces).

La recherche économique montre :

- que les entreprises zombies ont un excès de capacité et une productivité faible, donc des marges bénéficiaires faibles dans l'incapacité d'accroître leurs prix avec l'excès de capacité ;
- que la hausse de la proportion de zombies est mauvaise pour les autres entreprises et donc globalement pour la productivité, parce que les zombies conservent des facteurs de production (capital et travail) qui devraient être réalloués aux autres entreprises, parce qu'elles privent les autres entreprises de financement, parce qu'elles créent des distorsions de concurrence.

Il faut donc réfléchir aujourd'hui aux moyens d'éviter la multiplication des entreprises zombies.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

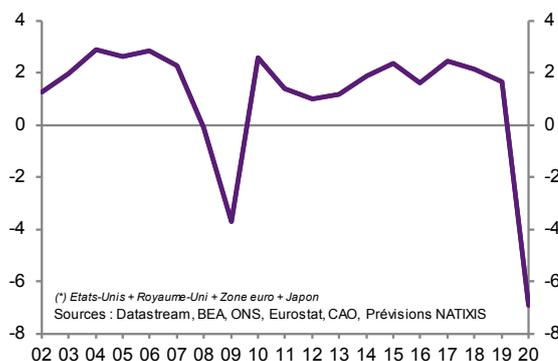
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Le choix fait : des zombies plutôt que des défauts

Les pays de l'OCDE ont mis en place **des politiques massives de soutien aux entreprises** (baisses d'impôts, subventions, chômage partiel, crédits garantis par les Etats, achats de dettes par les Banques Centrales) **pour leur permettre de résister au recul de l'activité (graphique 1)**.

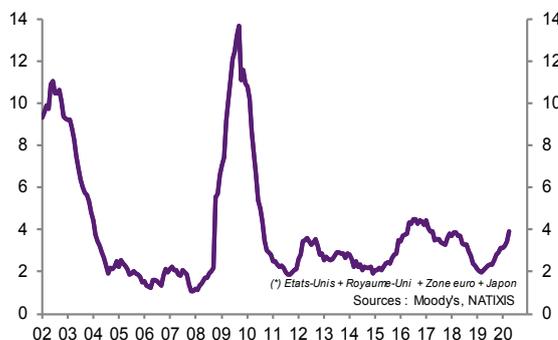
Graphique 1
OCDE* : PIB en volume (GA en %)



Ces politiques devraient conduire, par rapport à ce qu'on a vu pendant la crise des subprimes en 2008-2009, à :

- une hausse plus faible des défauts des entreprises (graphique 2) ; le taux de défaut high yield devrait monter « seulement » vers 8-9% ;

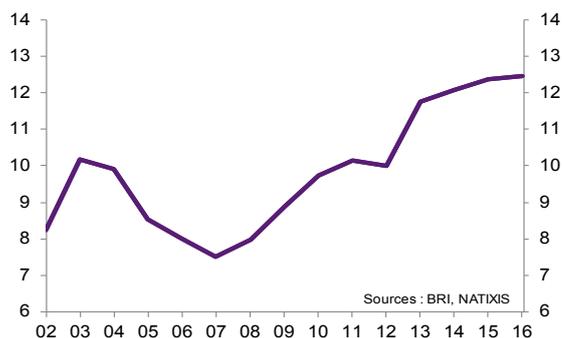
Graphique 2
OCDE* : taux de défaut High Yield (en %)



- une hausse plus forte du nombre d'entreprises « zombies » (graphique 3) ; les entreprises zombies sont très endettées, peu efficaces, maintenues en vie seulement parce qu'elles peuvent continuer à s'endetter.

Graphique 3
OCDE* : proportion d'entreprises zombies (en %)

(* Australie, Belgique, Canada, Danemark, France, Allemagne, Italie, Japon, Pays-Bas, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni, Etats-Unis)



Que se passe-t-il quand la proportion d'entreprises zombies est forte ?

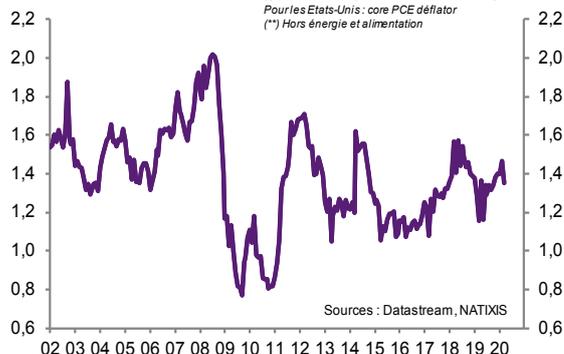
On trouvera en **annexe** un certain nombre de **travaux de recherche sur les effets de l'apparition d'entreprises zombies**.

On y voit :

- que **les entreprises zombies** ont à la fois **un excès de capacité** par rapport à la demande (trop d'entreprises sont maintenues en vie) et une **productivité faible** ; **elles ne peuvent pas augmenter leurs prix**, avec l'excès de capacité, et donc leurs **marges bénéficiaires sont faibles**. Elles ont donc un effet désinflationniste (**graphique 4**) ;

Graphique 4
OCDE* : inflation sous-jacente** (core CPI, GA en %)

(* Etats-Unis + Royaume-Uni + Zone euro + Japon
Pour les Etats-Unis : core PCE déflator
(**) Hors énergie et alimentation

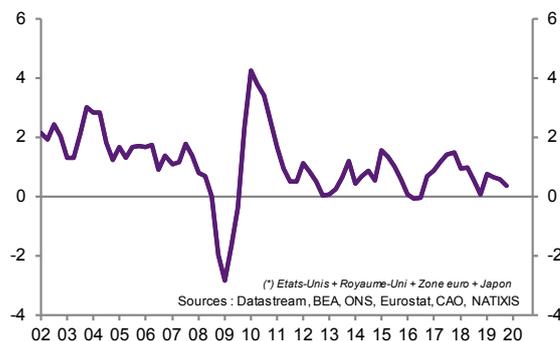


- que la **présence des entreprises zombies affaiblit les autres entreprises par plusieurs canaux** :

- **elles conservent le travail et le capital** qui devraient être réalloués de manière plus efficace vers les autres entreprises ;
- puisqu'elles reçoivent beaucoup de crédit, **elles privent les autres entreprises de financement** ;
- elles créent des **distorsions de concurrence** puisqu'elles produisent avec des marges bénéficiaires faibles.

L'affaiblissement des autres entreprises conduit à celui de la productivité dans l'ensemble de l'économie (**graphique 5**).

Graphique 5
OCDE* : productivité par tête (GA en %)



Synthèse : réfléchir aux moyens d'éviter la multiplication des entreprises zombies

Les politiques économiques mises en place vont conduire si rien n'est fait, à la multiplication des entreprises zombies dans les pays de l'OCDE, avec en conséquence recul de la productivité, croissance potentielle plus faible, utilisation inefficace d'une partie des facteurs de production.

Que faire pour éviter la multiplication des entreprises zombies après la crise du Covid ?

- transformer le supplément d'endettement des entreprises en fonds propres ou quasi-fonds propres ;
- ne pas sauver les entreprises dont on sait avec certitude qu'elles ne peuvent devenir que des zombies, mais organiser sur la durée la requalification de leurs salariés.

Annexe – Références sur les entreprises zombies

V. ACHARYA, M. CROSIGNANI, T. EISERT, Ch. EUFINGER (2020) “Zombie Credit and (Dis-) Inflation: Evidence from Europe, NBER Working Paper n°27158, Mai

R. CABALLERO, T. HOSHI, A. KASHYAP (2008) “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan” American Economic Review, vol. 98

A. GOUVEIA, C. OSTERHOLD (2018) “Fear the Walking Dead: Zombie Firms, Spillovers and Exit Barriers” OECD Productivity Working Paper n°13

A. Mc GOWAN, D. ANDREWS, V. MILLOT (2018) “The Walking Dead? Zombie Firm and Productivity Performance in OECD Countries” Economic Policy n°33

F. SCHIVARDI, E. SETTE, G. TABELLINI (2020) “Identifying the Real Effect of Zombie Lending” CEPR Discussion Paper n°14758, Mai