

Conjoncture
et risques économiques

Le Bulletin Économique N° 1226-1227 Été 2016

www.eulerhermes.com

La croissance, à quel prix ?

En 2016, la **croissance mondiale**
ralentira à +2,4 %, son plus bas
niveau depuis la **crise de 2009**

* Notre savoir au service de votre réussite

Études économiques



EULER HERMES

Our knowledge serving your success

A company of Allianz 

Sommaire



Le bulletin Économique d'Euler Hermes Group est publié mensuellement par la Direction des Études économiques d'Euler Hermes Group. Il est destiné aux clients d'Euler Hermes Group, mais est aussi disponible sur abonnement pour des entreprises ou organismes extérieurs. Reproduction autorisée sous réserve de mention de la source. Se renseigner auprès de la Direction des Études économiques.

Directeur de la publication et Chef

Économiste: Ludovic Subran

Études macroéconomiques et risques

pays: Andrew Atkinson, Ana Boata, Stéphane Colliac, Mahamoud Islam, Dan North, Daniela Ordóñez, Manfred Stamer (Économistes pays)

Études sectorielles et défaillances

d'entreprises: Maxime Lemerle (Responsable), Farah Allouche, Yann Lacroix, Marc Livinec, Didier Moizo (Conseillers sectoriels)

Support: Laetitia Giordanella (Assistante), Ilan Goren (Gestionnaire de contenus), Sara Abaid, Thomas Cardiel, Sabrina Delsert, Irène Herlea, Benedetta Scotti (Assistants de recherche)

Édition: Martine Benhadj

Conception graphique: Claire Mabilie

Photo crédit: Images courtesy of Allianz, Image courtesy of viktor hanacek, picjumbo.com, Image courtesy of Pixabay, CC0 Public Domain, Arrows-1229848

Pour tous renseignements: Direction des Études économiques 1, place des Saisons 92 048 Paris La Défense CEDEX – Tél.: +33 (0) 1 84 11 50 46 – Courriel: research@eulerhermes.com
> Euler Hermes Group – Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 14 509 497,00 €, RCS Nanterre 552 040 594

Impression: Talesca Imprimeur de Talents – Dépôt légal mai-juin 2016; issn 1 162-2 881 ■ *Achévé de rédiger le 20 juillet 2016*

- 3 **ÉDITORIAL**
- 4 **VUE D'ENSEMBLE**
- 4 La trajectoire de croissance restera irrégulière
- 5 À court terme, surveiller la Chine, le pétrole et les éléments perturbateurs
- 6 **UNE CROISSANCE BON MARCHÉ**
- 6 Un cycle des prix asynchrone
- 7 Et si les prix restaient (plus) bas définitivement (ou presque) ?
- 7 Prix n° 1 : *Money for nothing*
- 8 Prix n° 2 : Les consommateurs sont les principaux gagnants
- 8 Prix n° 3 : La croissance sans prix entraînera une hausse des défaillances
- 8 Prix n° 4 : Le commerce mondial diminue en valeur
- 8 Prix n° 5 : Les entreprises continuent de thésauriser
- 9 Prix n° 6 : Et l'immobilier ?
- 10 **CEUX QUI FIXENT LES PRIX, CEUX QUI LES SUBISSENT ET CEUX QUI LES CASSENT**
- 10 Ceux qui fixent les prix, n° 1 : La Chine a rouvert les vannes du crédit. Cela ne va pas nécessairement durer
- 10 Ceux qui fixent les prix, n° 2 : Les banques centrales des économies avancées restent accommodantes
- 11 Les preneurs de prix peuvent plus ou moins bien vivre leur situation
- 11 Ceux qui cassent les prix : l'omniprésence des dévaluations compétitives
- 12 **BREVET DE NAVIGATION EN « EAUX ÉMERGENTES »**
- 12 De l'importance d'être constant
- 13 Des surcapacités qui persistent dans le Monde émergent
- 14 **ÉVOLUTION DES RISQUES PAYS**
- 16 **NOS PUBLICATIONS**
- 18 **IMPLANTATIONS**



© Image Allianz 1196179167

Price Tag

LUDOVIC SUBRAN

L'auteur-interprète anglaise Jessie J entonnant « *It's all about the money* » lors de la cérémonie d'ouverture des Jeux Olympiques de 2012, cela vous dit quelque chose ? Comme par magie, sa chanson, *Price Tag*, est devenue numéro un des ventes : ce fut le hit de l'été. Le hit de l'été est une désignation assez floue, que l'on octroie à une chanson pour le simple fait d'avoir dominé la période estivale. C'est un morceau qui ne vous laisse jamais tranquille. Vous utilisez Uber ? Elle accompagnera chacun de vos trajets. Vous écoutez la radio ? Elle sera présente à chaque intermède musical. Vous allez faire du shopping ? Elle vous cueillera dès l'entrée du centre commercial. Vous ne pourrez pas y échapper. Vous ne tenez d'ailleurs pas nécessairement à lui échapper – du moins, pas avant la rentrée.

Alors que s'ouvrent une nouvelle fois les Jeux Olympiques, cette fois-ci au Brésil, à Rio de Janeiro, nous avons cherché quel pourrait être le hit de l'été 2016, avec une tonalité économique. *Oops, [we] did it again* (comme dirait Britney Spears) : nous avons réalisé notre exercice de prévisions économiques en musique. Nous méritons bien ce petit plaisir gratuit après un premier semestre particulièrement décourageant. Pas une région du monde ou presque qui n'ait connu une mini-crise (certaines sont encore en préparation) et la croissance mondiale a été plus que décevante.

Pourquoi choisir *Price Tag* (traduire : prix) comme illustration musicale de ce Bulletin économique ? Parce que c'est précisément ce dont manque l'économie mondiale. Sa croissance sans prix affecte les décisions, les incitations et les anticipations des agents économiques dans le monde entier. Pour célébrer un nouvel été de croissance bon marché, nous avons donc établi une playlist d'un nouveau type :

n° 1 : David Bowie & Queen, *Under pressure*, parce que les prix et les chiffres d'affaires sont sous pression dans l'économie actuelle.

n° 2 : Nancy Sinatra, *These boo(s) ts are made for walkin'*, parce que la faiblesse des prix continue de soutenir la consommation en Europe et aux États-Unis.

n° 3 : Beach Boys, *Good Vibrations*, parce que les taux d'intérêt bas (et les matériaux de construction meilleur marché) permettent enfin une reprise du secteur de la construction en Europe et aux États-Unis.

n° 4 : Dire Straits, *Money for Nothing*, parce que les taux d'intérêt négatifs deviennent la norme dans un nombre croissant de pays, sous l'effet des politiques accommodantes des banques centrales.

n° 5 : Guns'n'Roses, *Knocking on heaven's door*, parce que 12 000 milliards de dollars d'obligations se vendent avec des rendements négatifs.

n° 6 : Sniff in the Tears, *Driver's seat*, parce que la Chine et la Fed orientent les prix des matières premières et les taux d'intérêt dans le monde entier.

n° 7 : I Monster, *The backseat of my car*, parce que la plupart des marchés émergents n'ont pas plus d'influence sur l'évolution des prix que les passagers d'un véhicule sur le trajet de ce dernier.

n° 8 : 50 Cent, *Get rich or die trying*, parce que les exportateurs de matières premières se sont enrichis durant les dernières années et pâtissent maintenant de lourdes pertes de production et de richesse (sans parler d'éventuelles erreurs de politique économique).

n° 9 : Rod Stewart, *Da ya think I'm sexy*, parce que les marchés émergents qui ont rééquilibré leur économie avant les autres profitent aujourd'hui d'un afflux de capitaux.

n° 10 : Antares, *Ride on a meteorite*, parce que l'ampleur de la dette des entreprises est inquiétante dans certains pays, notamment en Chine.

En 1994, tout le monde écoutait *The Summer is Magic* de Playahitty. C'est un morceau indémodable. Espérons que l'été balaiera certaines des craintes pesant sur la croissance mondiale. D'ici là, bonnes vacances !

VUE
D'ENSEMBLE

La croissance, à quel prix ?

En 2016, la croissance mondiale ralentira à +2,4%,
son plus bas niveau depuis la crise de 2009

ÉTUDES MACROÉCONOMIQUES

- La croissance mondiale pourrait ralentir cette année à +2,4%, puis accélérer légèrement en 2017 (+2,7%).
- La faiblesse des prix pèse sur la croissance nominale, les chiffres d'affaires et le commerce, tant au plan domestique qu'à l'international.
- Cette croissance sans prix devrait se traduire par une hausse de +1 % des défaillances d'entreprises cette année et en 2017, leur première augmentation depuis la Grande récession. Il y a deux raisons à cela : (i) d'abord, les difficultés à se désendetter que rencontrent des pays (Brésil, Chine) et des secteurs (services aux collectivités) très endettés ; (ii) ensuite, le fait que les pays et secteurs liés aux matières premières sont encore fragiles.
- La faiblesse des prix (et des taux d'intérêt) fait à la fois des gagnants et des perdants. Les consommateurs nets, les importateurs et ceux qui recourent à la dette profitent de la situation, tandis que les producteurs et exportateurs nets, les épargnants et les créanciers traversent une période difficile.

La trajectoire de croissance restera irrégulière

Plusieurs chocs ont affecté l'économie mondiale au cours des derniers trimestres, effaçant les effets positifs que la baisse des prix aurait dû avoir sur l'activité. La trajectoire de croissance restera irrégulière et l'économie mondiale ne devrait croître que de +2,4 % en 2016, son rythme le plus faible depuis la Grande récession. En 2017, elle connaîtra sa sixième année consécutive de croissance inférieure à 3 % (+2,7 %).

Si une période prolongée de baisse des prix du pétrole est propice à la croissance, l'interminable recul des prix à la production constitue à la fois un symptôme et un avantage. L'environnement de prix bas est le symptôme de surcapacités handicapantes et le signe clair que le redressement des chiffres d'affaires prendra du temps. Cependant, ces prix bas soutien-



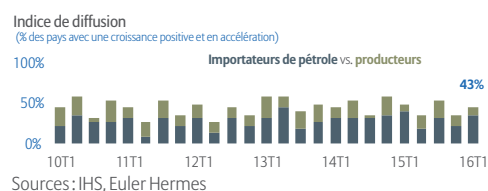
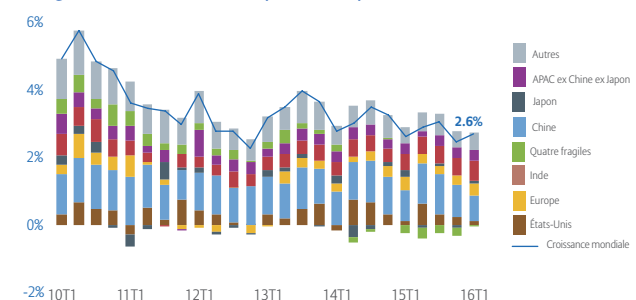
nent les marges des entreprises consommatrices et les coûts associés à l'investissement sont aux plus bas.

De fait, une croissance sans prix pose problème aux secteurs très endettés. En outre, la fluctuation des prix a alimenté la volatilité des taux de change, ce qui a brouillé le signal prix pour les entreprises : difficile pour elles de savoir si ces évolutions sont bonnes ou non pour la croissance.

L'ampleur de la trésorerie accumulée par les entreprises comme par les ménages, de même que l'environnement de rendements faibles que connaissent les marchés financiers, sont deux traductions d'un même phénomène : l'épargne de précaution. Déficit de confiance et anémie des prix expliquent pourquoi ménages et entreprises continuent de thésauriser. Les bilans des banques centrales ont encore augmenté à la faveur des programmes d'achats d'obligations menés par la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BoJ).

Pourtant, cet argent n'irrigue pas l'économie, puisqu'une proportion croissante d'épargnants décide de conserver ses liquidités un peu plus longtemps, plutôt que de s'en servir. La vitesse de circulation de la monnaie diminue, empêchant la croissance nominale d'accélérer.

Graphique 1 : Croissance mondiale t/t ajustée des variations saisonnières, croissance annualisée ; 4 Fragiles = Brésil, Russie, Turquie et Afrique du Sud



Sources : IHS, Euler Hermes



© Image Allianz 82561331

Ce phénomène a produit deux effets majeurs :

✓ Les moteurs de la croissance se sont inversés. Importateurs et consommateurs de matières premières ont vu leur croissance accélérer, tandis que l'activité a ralenti dans les pays exportateurs et producteurs. Malheureusement, les premiers sont des pays à hauts revenus et à croissance faible, tandis que les seconds sont des pays à revenus intermédiaires et à croissance forte. C'est la raison pour laquelle la croissance mondiale a ralenti (graphique 1).

✓ En 2015, la richesse mondiale a diminué en raison de l'appréciation du dollar. La dépréciation des taux de change a créé un choc de richesse dans de nombreux pays émergents. Malgré le redressement des prix qui est survenu depuis, ce choc affecte encore ces économies, qui en subissent les effets de second tour : hausse de l'inflation, augmentation des défaillances d'entreprises et persistance du durcissement des conditions de crédit locales. Cette situation tient au fait que la croissance des chiffres d'affaires n'a pas été aussi forte que celle de la dette dans certains secteurs (matières premières) ou pays. Le Brésil et la Chine en sont de parfaits exemples.

À court terme, surveiller la Chine, le pétrole et les éléments perturbateurs

Depuis la mi-2015, l'économie mondiale a subi trois chocs :

1. Les craintes d'un atterrissage brutal en Chine ;
2. La volonté de l'OPEP de conserver ses parts de marché. La décision de décembre 2015 a fait chuter les prix du pétrole, qui ont atteint de nouveaux plus bas historiques. Cette offre excédentaire délibérée, associée aux inquiétudes croissantes à l'égard de la demande chinoise, a ancré les anticipations d'une faiblesse prolongée des cours de l'or noir ;
3. Enfin, les premiers effets du Brexit ont perturbé les marchés financiers à travers l'Europe, entraîné une fuite vers la qualité et incité l'ensemble des banques centrales à adopter une position accommodante. Des niveaux de risque élevés – ou la crainte de niveaux de risque élevés – ont pesé sur les marchés d'actions et provoqué une fuite vers la qualité. Les principaux pays ont opté pour une politique accommodante. Le

resserrement monétaire a été reporté aux États-Unis, la BCE a élargi son programme d'achat d'obligations à la dette des entreprises et en Chine, la politique de crédit a été assouplie en début d'année, ce qui a suscité une division croissante au sein des responsables politiques, certains contestant le bien-fondé de nouvelles mesures de relance alors que les précédentes ont eu beaucoup d'effets négatifs.

Les politiques accommodantes sont venues à la rescousse. Les marchés émergents ont attiré des entrées de capitaux (25 milliards USD par mois en moyenne) au 2^e trimestre 2016 pour la première fois en un an. Les cours des matières premières et les taux de change se sont quelque peu redressés. Rebond des prix et politique d'argent facile n'incitent pas à la réduction des surcapacités existantes. De futurs chocs semblent probables, la dette des entreprises restant trop élevée dans certains pays émergents (en Chine notamment), tandis que la dépréciation passée des devises a alourdi le fardeau de la dette. Dans les économies avancées, les entreprises doivent encore trouver un équilibre entre amélioration des conditions (baisse du coût des intrants, faible coût de la dette) et probabilité relativement élevée d'un nouveau choc au cours des prochains trimestres, qu'il s'agisse d'une nouvelle crise de confiance en Chine, de la montée de nouveaux risques dans leur pays ou à proximité (fragilité du secteur bancaire italien, retour à la normale en Turquie après la tentative manquée de coup d'État, problèmes de sécurité), ou encore d'une série de faux pas politiques aux États-Unis. ■

Croissance du PIB, évolution annuelle en %

	Poids*	2014	2015	2016p	2017p
CROISSANCE DU PIB MONDIAL	100	2,7	2,6	2,4	2,7
Économies développées	62	1,8	1,9	1,7	1,8
Économies émergentes	38	4,6	3,8	3,5	4,2
Amérique du Nord	24	2,4	2,3	1,8	2,1
États-Unis	22	2,4	2,4	1,9	2,0
Canada	2	2,5	1,1	1,3	2,2
Amérique latine	8	0,3	-0,3	-0,7	0,3
Brésil	3	0,1	-3,9	-3,5	0,2
Europe de l'Ouest	24	1,4	1,7	1,5	1,5
Royaume-Uni	4	2,9	2,3	1,3	1,0
Europe Centrale et de l'Est	17	1,0	1,6	1,6	1,6
Allemagne	5	1,6	1,4	1,7	1,7
France	4	0,7	1,2	1,5	1,5
Italie	3	-0,3	0,6	1,0	1,0
Espagne	2	1,4	3,2	2,6	2,0
Pays-Bas	1	1,0	2,0	1,4	1,4
Portugal	0	0,9	1,5	1,3	1,6
Europe Centrale et de l'Est	6	1,5	-0,1	1,2	2,1
Russie	3	0,7	-3,7	-0,9	1,0
Turquie	1	3,0	4,0	3,6	3,5
Pologne	1	3,3	3,6	3,3	3,2
Asie	29	4,8	4,9	4,6	4,7
Chine	13	7,3	6,9	6,5	6,4
Japon	6	-0,1	0,6	0,7	1,0
Inde	2	7,2	7,6	7,6	7,7
Océanie	2	2,7	2,6	2,8	2,6
Australie	2	2,7	2,5	2,8	2,6
Moyen-Orient	4	2,6	2,6	2,1	3,4
Arabie saoudite	1	3,6	3,4	1,5	3,0
Émirats arabes unis	1	4,6	3,4	2,0	3,0
Afrique	3	3,5	2,9	2,5	3,6
Maroc	0	2,4	4,5	2,0	4,5
Afrique du Sud	0	1,5	1,3	0,5	1,5

* Pondérations PIB, 2014 à taux de change courant

Sources : sources nationales, FMI, IHS, prévisions Euler Hermes

**UNE CROISSANCE
BON MARCHÉ**

Partout dans le monde, les entreprises restent confrontées à une croissance nominale anémisée: le redressement des volumes ne s'accompagne pas d'une hausse des prix. Dans ce contexte, la progression des chiffres d'affaires demeure limitée: après avoir atteint +0,8% en 2015 dans la zone euro, elle ne devrait s'établir qu'à +1,2% en 2016. Deux facteurs quasiment concurrents expliquent cette croissance sans prix: l'asynchronisme des cycles de prix à travers le monde, d'une part, et un fléchissement structurel des prix, d'autre part.

Un cycle des prix asynchrone

Les cycles économiques affectent les prix, et réciproquement. Malheureusement, les différentes régions du monde en sont chacune à un stade différent du cycle des prix (graphique 2):

- ✓ **En phase 1:** la zone euro et l'Inde. Les prix bas soutiennent le pouvoir d'achat et la demande. La croissance de l'offre est durable, car alimentée par la demande. Il n'existe pas de risque de surchauffe et le cycle de croissance n'en est qu'à ses débuts.
- ✓ **En phase 2:** les États-Unis. Ensuite, à mesure que la croissance accélère, les prix augmentent.

Il n'y a plus de capacités inutilisées dans l'économie et le PIB atteint son potentiel. La question du resserrement monétaire se pose et la croissance perd de l'élan. Aux États-Unis, l'inflation sous-jacente dépasse déjà les 2% mais les prix à la consommation restent quasi stables, principalement en raison de la faiblesse des prix des produits alimentaires et de l'énergie. Par conséquent, nous anticipons une croissance moins soutenue cette année, à +1,9%, et l'année prochaine (+2%), par rapport à son rythme de 2015 (+2,4%).

- ✓ **En phase 3:** la Turquie. Le cycle de croissance peut produire des excès. Si les prix continuent d'augmenter trop longtemps, ils finissent par amputer le pouvoir d'achat des ménages et des entreprises. Le cycle de croissance devient une course à l'aveugle: il se poursuit mais de manière moins soutenable.
- ✓ **En phase 4:** la Chine. La croissance, qui s'apparente à une bulle, s'accompagne de capacités inutilisées. La déflation menace mais le soutien de la politique économique permet encore d'éviter un atterrissage brutal. En Chine, la croissance s'érode lentement (+6,5% en 2016 contre +6,9% en 2015).
- ✓ **En phase 5:** le Brésil, la Russie, l'Afrique du Sud. Dans certains pays, les responsables poli-



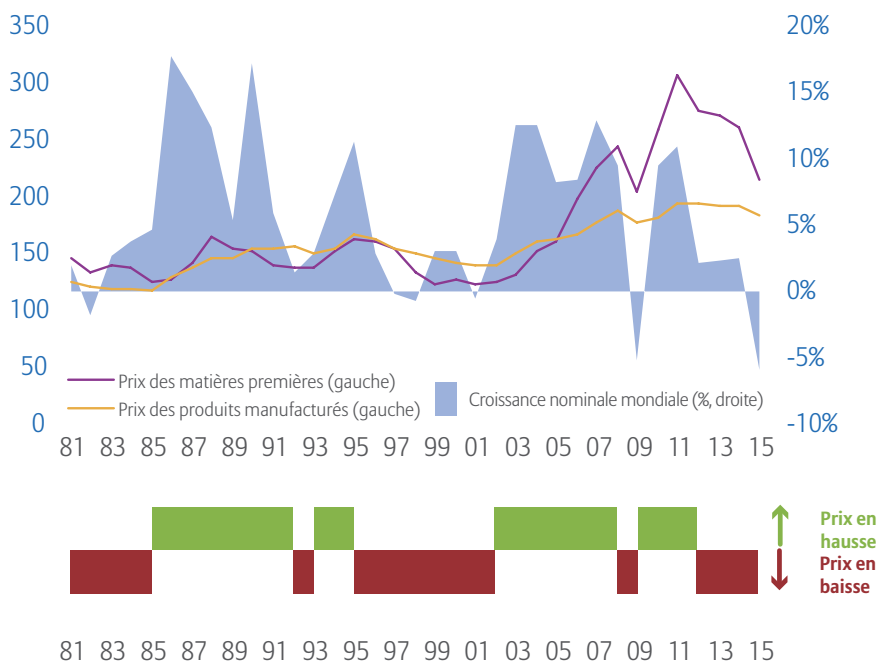
tiques ne peuvent pas ou ne veulent pas soutenir l'économie. La dette devient moins viable et les emprunteurs doivent se désendetter rapidement, entraînant contraction de l'offre et récession.

Or, pour connaître une vraie reprise, l'économie mondiale doit actionner tous ses moteurs en même temps. Les grands marchés émergents étant encore en phase d'ajustement, la croissance ne peut se redresser que dans quelques parties du monde (zone euro, Inde), mais pas de manière généralisée. Les prix et la croissance nominale finiront par se redresser. Un rebond des prix à court terme est possible, mais une reprise durable ne pourra intervenir que lorsque l'ajustement des prix entrera dans sa phase finale, des chocs étant encore probables, notamment dans le monde émergent.

Et si les prix restaient (plus) bas définitivement (ou presque)?

En 2015, l'inflation a été à peine positive dans les économies avancées (+0,3%). Depuis la Seconde Guerre mondiale, elle n'avait été plus basse qu'une seule fois, en 2009 (+0,2%). Cette faiblesse pourrait être liée à un changement structurel. Les chocs à court terme expliquent en partie l'évolution immédiate – la baisse des prix du pétrole justifiant ainsi la désinflation actuelle. Mais l'inflation suit en fait une ten-

Graphique 2 : Croissance mondiale et prix globaux
Base 100 = 1977



Sources: IIF, Euler Hermes



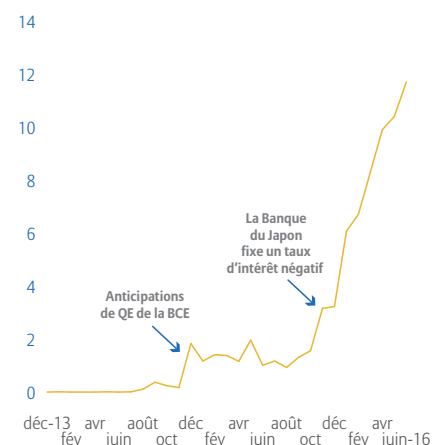
© Image courtesy of viktor hanacek, picjumbo.com

11,7 trillions USD

Valeur des obligations souveraines affichant des rendements négatifs (+8,5 trillions depuis la fin 2015)

Graphique 3 : Obligations publiques à rendements négatifs sur le marché secondaire

Trillions de dollars



Sources : BRI, Bloomberg, Euler Hermes

politiques plus accommodantes de la part des banques centrales.

Le Brexit – dernière perturbation en date – a notamment entraîné une nouvelle fuite vers les valeurs refuges. Les banques centrales ont pris les devants, afin d'éviter contagion et volatilité financière. Dans ces conditions, les marchés anticipent des politiques monétaires plus accommodantes encore, y compris au Royaume-Uni. Une proportion croissante du marché de la dette souveraine présente des rendements négatifs : elle atteignait 11,7 trillions USD fin juin, soit 32 % du marché obligataire (graphique 3). Les taux d'intérêt à dix ans sont négatifs en Allemagne et au Japon, tandis que les rendements ont atteint de nouveaux plus bas aux États-Unis (1,36 %) et au Royaume-Uni (0,77 %). ▶

dance à la baisse depuis les 35 dernières années, car ses moteurs fondamentaux ont eux aussi ralenti :

1. Le cycle de croissance actuel se caractérise par une augmentation des salaires moins importante que lors du cycle précédent. Aux États-Unis par exemple, bien que le marché du travail soit tendu, l'indice du coût de l'emploi ressort en hausse de +2 % en glissement annuel (a/a). En 2007, dans des conditions similaires sur le marché du travail, cet indice avait bondi de +3,5 %.

2. La productivité n'augmente quasiment plus dans les économies avancées et a diminué d'un tiers dans les pays émergents. En Chine, par exemple, elle devrait progresser de +6,5 % a/a en 2016, contre +10 % en 2010.

3. Les effets d'éviction et la « servicisation » s'accroissent. D'un côté, les entreprises sont davantage incitées à descendre le long de la chaîne de valeur afin de satisfaire la demande des marchés émergents, qui porte essentiellement sur les matières premières (Chine). D'un autre côté, les secteurs à productivité plus faible, comme les services, représentent une part plus importante de l'économie, comme le montre notamment le poids des services financiers dans les profits des constructeurs automobiles. La « servicisation », qui consiste à proposer une composante de service, considérée comme apportant une valeur ajoutée, lors de la fourniture d'un produit, est une évolution durable qui permet de vendre un produit, mais ne soutient en rien son prix.

4. Le retard d'investissement a pesé sur le potentiel de croissance. À la suite des crises récentes, l'investissement a atteint un point bas et la productivité du travail a diminué. Cette désinflation séculaire n'est pas irréversible. Certaines économies émergentes, la Chine notamment, vont entrer dans une nouvelle phase de développement. Le niveau de revenu chinois (en termes de PIB par habitant) n'atteint en effet qu'un tiers de celui des économies avancées, mais la Chine dépense annuellement 2 % de son PIB en recherche et développement et devrait rattraper les États-Unis d'ici à 2020. Parallèlement, la faiblesse des prix et des taux d'intérêt rebat les cartes, faisant de nouveaux gagnants et de nouveaux perdants, et entraînant de nouveaux comportements de la part des entreprises comme des ménages. Il est important, pour commencer, de comprendre l'effet de ce phénomène de croissance bon marché sur six variables macroéconomiques clés.

Prix n° 1 : Money for nothing

2016 est la première année d'une ère inédite de taux d'intérêt négatifs. Si certaines banques centrales s'y étaient déjà essayées par le passé, 2016 marque un début de massification des rendements négatifs. La BCE et la Banque du Japon ont pris des mesures décisives en ce sens. Chaque choc sert de prétexte à une attitude encore plus adverse au risque et à l'anticipation de

Prix n° 2 : Les consommateurs sont les principaux gagnants

La faiblesse des prix est une bonne nouvelle pour les consommateurs, notamment ceux dont les revenus ne dépendent pas des secteurs liés aux matières premières. C'est pourquoi les consommateurs des économies avancées restent les principaux gagnants, tandis que ceux des pays émergents exportateurs de matières premières sont à la peine. Les chocs les plus importants appartenant peut-être au passé, ces effets de premier tour pourraient également prendre fin dans les économies avancées.

Des effets positifs de second tour sont probables, l'investissement commençant déjà à se redresser dans certains pays. Ces effets, qui devraient provenir de l'impact positif de l'investissement privé sur l'emploi, sont encore en phase embryonnaire. En France, la peur du chômage a atteint son plus bas niveau depuis 2008 et la confiance des ménages est remontée à son sommet de 2007 : une inversion attendue de longue date, mais qui reste fragile.

Prix n° 3 : La croissance sans prix entraînera une hausse des défaillances

Les prix à la production continuent de régresser dans le monde entier (et pour la quatrième année consécutive en Asie et en Allemagne). Dans ce contexte, les coûts des intrants ont diminué et la production industrielle s'est améliorée (elle a atteint presque +6 % a/a en Chine au 1er tri-

mestre). Tout serait parfait si nous n'assistions pas à un effet prix négatif sur les bilans, notamment ceux des entreprises aux passifs élevés. Les chiffres d'affaires n'ayant pas augmenté à un rythme suffisant pour rembourser les dettes et la possibilité de fixer des prix plus élevés étant restreinte, les fragilités se sont accentuées dans de nombreux secteurs industriels. Anémie des ventes et faiblesse du désendettement peuvent expliquer l'anticipation d'une nouvelle hausse des défaillances d'entreprises en 2016 (+1 %, graphique 4), qui sera avant tout liée à la dégradation de certains secteurs et pays tributaires du pétrole, des métaux industriels et du charbon. Pour ceux-ci, le cocktail matières premières/endettement peut être explosif : les faillites sont attendues en hausse de +22 % au Brésil et de +20 % en Chine.

Prix n° 4 : Le commerce mondial diminue en valeur

Le commerce mondial a continué d'augmenter en volume en 2015 (+3 %), mais a chuté de -10,4 % en valeur. En 2016, nous anticipons une baisse de -2 % supplémentaire en valeur et une hausse probable de +2,2 % en volume. Il s'agira de la croissance la plus faible pour le commerce en volume depuis l'effondrement consécutif à la Grande récession.

La baisse des exportations en valeur a été la cause principale de la dépréciation des devises dans les pays émergents, dépréciation qui n'a eu qu'un effet limité. Très peu de pays en ont profité, car beaucoup de devises se sont dépréciées en même temps et que de nouvelles me-

+1%

Hausse attendue des défaillances d'entreprises en 2016 à l'échelle mondiale

sures protectionnistes ont été décidées. Les prix des matières premières s'étant redressés de 50 % par rapport à leur plus bas de janvier 2016 pour retrouver leur niveau de la mi-2015, la croissance des échanges en valeur devrait accélérer. Elle sera sensible l'année prochaine (+5,7 %).

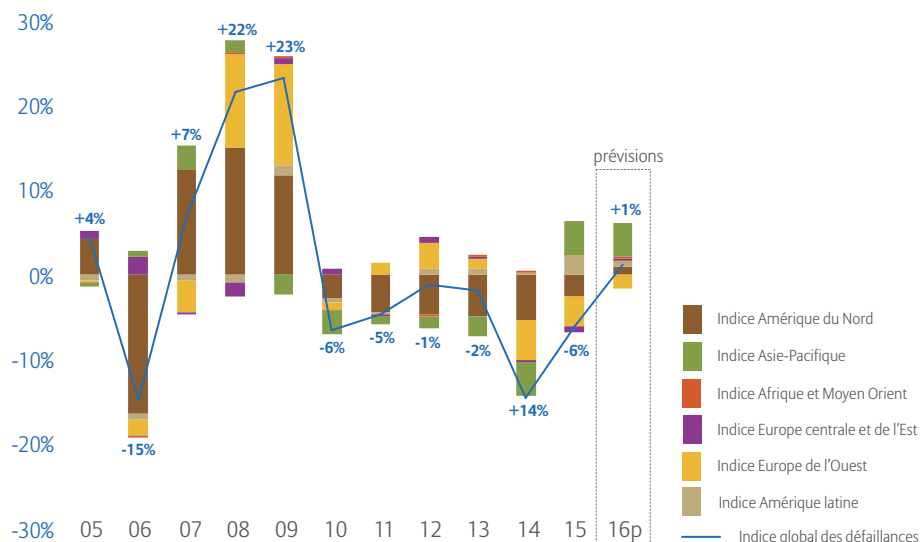
Prix n° 5 : Les entreprises continuent de thésauriser

Ces dernières années, les entreprises ont été confrontées à de multiples chocs. Elles ont donc préféré accumuler de la trésorerie plutôt que se lancer dans de grandes dépenses. La trésorerie accumulée s'élève à 7 trillions USD (graphique 5). Cette épargne de précaution s'explique par le nombre restreint d'opportunités dans l'économie réelle, sur fond de croissance atone, ainsi qu'aux craintes classiques de chocs sur les entreprises (augmentation des impôts, fluctuations des changes, contrôle des capitaux). Il convient de noter que, face à la baisse de la croissance organique, les entreprises disposant d'une trésorerie abondante ont été à l'origine d'une véritable vague d'opérations de fusions acquisitions, amorcée en 2015 et qui s'est poursuivie en 2016. Cependant, leurs investissements ne se sont pas redressés au même rythme, la croissance limitée des chiffres d'affaires remettant en question la rentabilité de ces investissements.

Cette accumulation de trésorerie explique également en partie pourquoi les taux d'intérêt sont si bas, l'épargne restant supérieure à l'investissement. La surabondance d'épargne est manifeste à l'échelle mondiale. Si les pressions désinflationnistes sont passagères, les entreprises pourraient attendre des opportunités bon marché et rentables. Mais la baisse structurelle des prix pourrait constituer un facteur plus puissant de poursuite de la thésaurisation. Le Japon, où la trappe à liquidité est évidente, figure ainsi parmi les champions du monde de l'accumulation de trésorerie. En Chine, l'endettement

Graphique 4 Indice Euler Hermes des défaillances mondiales

Base 100 = 2000



Sources : Données nationales, prévisions Euler Hermes



+2,2%

Croissance des volumes
d'échanges mondiaux
(-2% en valeur)
en 2016

qué des dommages collatéraux, affectant les grands fonds d'immobilier commercial. La fuite de capitaux et l'effet richesse négatif sur les ménages occupant le devant de la scène, les prix devraient baisser et les faillites augmenter dans le secteur de la construction.

Deuxièmement, le secteur chinois de la construction est aussi important au niveau local qu'à l'échelle mondiale: la Chine a représenté 62 % de la production mondiale de ciment en 2015. Lorsque les prix des logements se sont redressés, ils ont entraîné avec eux l'investissement et les cours mondiaux des métaux (+20% entre janvier et juin 2016). Les ménages chinois attendaient la fin du ralentissement des prix de l'immobilier (de mi-2014 à mi-2015) pour acheter des logements meilleur marché. Le redressement des prix l'an dernier, soutenu par la baisse des stocks, a marqué le début d'un nouveau cycle. Celui-ci ne devrait cependant pas durer longtemps, les prix des actifs chinois ayant tendance à augmenter excessivement (formation de bulles). ■

des entreprises atteint un niveau record (115 % en moyenne pour les entreprises cotées) mais l'endettement net (dette – trésorerie/fonds propres) est inférieur à 100 %. La trésorerie figurant aux bilans a augmenté de +23 % en 2015. Les entreprises doivent accroître leurs actifs liquides afin de rembourser leur dette – et faire face aux turbulences sur le renminbi.

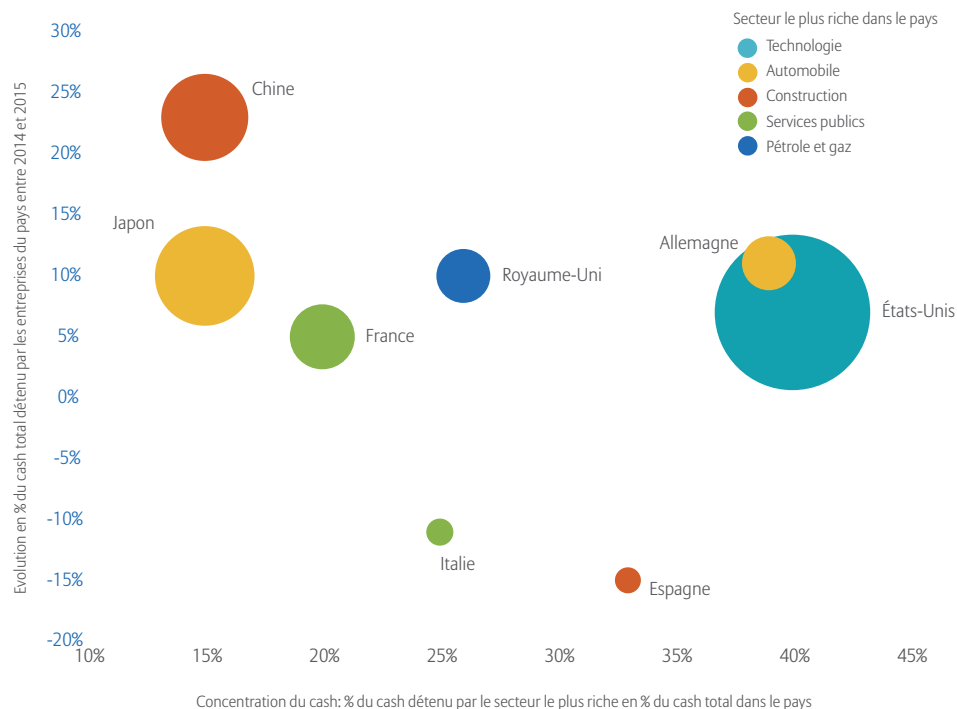
juin, pour la première fois depuis la mi-2013. Les prix de l'immobilier résidentiel ont grimpé en flèche, notamment à Londres, tandis que l'endettement des ménages britanniques figure parmi les plus élevés des pays du G7, à près de 140 % du revenu disponible. Le Brexit a provo-

Prix n° 6: Et l'immobilier ?

Les fondamentaux de l'investissement des ménages se sont améliorés dernièrement dans une série de grands pays. Les prix immobiliers ont augmenté de +3 % dans la zone euro au premier trimestre 2016, soit leur plus forte hausse depuis 2007. Ces bonnes nouvelles font suite à plusieurs années difficiles pour le secteur de la construction. La faiblesse des taux d'intérêt, la hausse du pouvoir d'achat et les coûts modérés des matériaux de construction ont constitué des facteurs de soutien aux États-Unis et dans la zone euro. Deux points doivent pourtant inciter à la prudence.

Premièrement, au Royaume-Uni, le vote en faveur de la sortie de l'Union européenne a exercé des pressions considérables sur le secteur immobilier, montrant qu'une petite perturbation suffit à faire éclater une bulle. La confiance à l'égard du secteur était déjà fragile avant le référendum et a chuté sous la barre des 50 en

Graphique 5 : Concentration et évolution de la trésorerie détenue par les entreprises non-financières dans un échantillon de pays
Trillions de dollars



Sources : Bloomberg, Euler Hermes

CEUX QUI FIXENT LES PRIX, CEUX QUI LES SUBISSENT ET CEUX QUI LES CASSENT

L'amoinissement du soutien de la politique économique dans les pays dont la dynamique détermine indirectement celle des prix, Chine et États-Unis en tête, a constitué l'un des principaux facteurs de décélération de la dynamique de croissance dans les pays émergents. Parmi ces derniers, la plupart ne sont pas en mesure d'influer sur les prix : ils restent dans la position du passager et ajustent leurs politiques afin de minimiser les répercussions de politiques plus restrictives dans les pays cœur. Heureusement, la politique de ces derniers est devenue plus souple, ce qui simplifie la vie des autres.

Ceux qui fixent les prix, n° 1 : La Chine a rouvert les vannes du crédit. Cela ne va pas nécessairement durer

Compte tenu des parts de marché croissantes de la Chine dans le commerce de biens et dans la consommation de matières premières, le cycle chinois (tant au plan financier qu'en termes d'économie réelle) joue un rôle crucial dans la création et la redistribution de la richesse mondiale. La croissance chinoise entretient une forte corrélation avec les termes de l'échange mondiaux, qui se mesurent par l'intermédiaire du rapport entre cours des matières premières et prix des produits manufacturés (graphique 6). Une croissance chinoise décevante a affecté à la fois la richesse et le taux de croissance des exportateurs de matières premières, y compris ceux qui n'ont pas de relation commerciale directe avec le pays. Heureusement, cette croissance a accéléré au 2e trimestre 2016, grâce à une relance du crédit : les nouveaux flux de crédit ont augmenté de +33% au premier trimestre 2016.

Les mesures de soutien inédites mises en œuvre par Pékin en 2009 ont soutenu le commerce mondial (les importations chinoises ont bondi de +40% en 2010), les cours des matières premières et les devises des pays qui en sont producteurs. Ceux-ci ont alors décidé d'augmenter leur production, mais la surévaluation consécutive des taux de change a pénalisé la compétitivité du secteur manufacturier : un syndrome hollandais made-in-China, en quelque sorte. Dans les BRICS, certains ont subi une désindus-

trialisation manifeste (Brésil, Russie, Afrique du Sud). Au Brésil, la part du secteur manufacturier dans la valeur ajoutée totale est passée de 27% du PIB en 2011 à moins de 23% en 2015. La Chine a fait l'objet d'une surveillance accrue (avec les récentes conséquences que l'on sait en termes d'inquiétude des marchés), à juste titre : son importance pour les autres pays n'a fait que croître.

Cependant, comme la dette des entreprises chinoises a atteint des sommets sous l'effet du plan de 2009, les autorités du pays se sont montrées plus prudentes suite à la crise de la zone euro. En conséquence, la croissance mondiale a diminué, le commerce mondial a ralenti et les prix des matières premières ont diminué. Le déclin de la croissance chinoise est un processus durable. Des accélérations à court terme sont possibles, comme cela a été le cas au deuxième trimestre 2016, donnant un peu d'élan aux prix des matières premières. Cette « bonne nouvelle » est à relativiser, car cela a encore fait croître l'endettement, et la relance chinoise devrait rester limitée dans le temps. Reste à savoir si la Chine peut gérer un atterrissage en douceur plus brutal encore – si l'on ose dire.

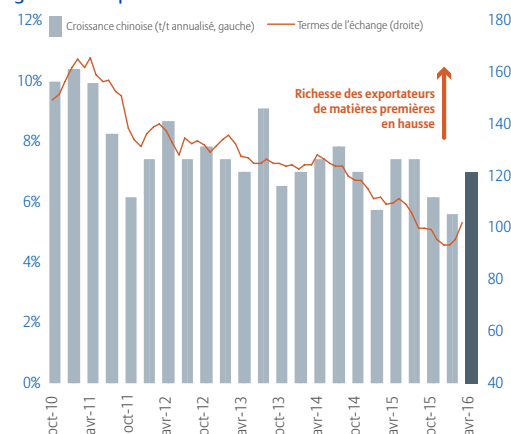
Ceux qui fixent les prix, n° 2 : Les banques centrales des économies avancées restent accommodantes

Les chocs qui ont successivement frappé l'économie mondiale ont mis en lumière le caractère structurel de l'ajustement des prix. Les anticipations du marché pour le long terme sont de plus en plus prudentes. Les taux d'intérêt à long terme continuent de baisser et n'ont pas de raison valable de se redresser à court ou moyen terme. Les banques centrales ont donc été contraintes d'adopter leur politique monétaire avec un biais plus accommodant et devraient continuer de faire le nécessaire pour combattre non seulement le risque d'une véritable déflation mais aussi celui de voir leur réputation entachée par le fait d'avoir été à l'origine de la prochaine crise.

Dans ces conditions, la Fed a procédé à une modeste hausse (25 points de base) de ses taux en

Graphique 6 : Croissance chinoise et terme de l'échange

Termes de l'échange = prix des matières premières/prix des produits manufacturés
gris foncé = prévision



Sources : IHS, Euler Hermes

décembre 2015. L'évolution des marchés financiers l'a conduite à faire plus attention à la dynamique de croissance chinoise, ce qui explique qu'elle ait reporté son resserrement monétaire de septembre à décembre 2015, et qu'elle soit appelée à décider d'autres reports de ce type à l'avenir. En outre, la Fed ne pouvait pas ignorer que d'autres acteurs majeurs demeurent dans une dynamique d'assouplissement monétaire. La Banque du Japon, dont le bilan dépasse les 80% du PIB, ainsi que la BCE en sont deux bons exemples. En adoptant trop tôt une approche trop restrictive, la Fed aurait provoqué davantage d'afflux de capitaux aux États-Unis et une ap-



© Image Allianz 1312213135

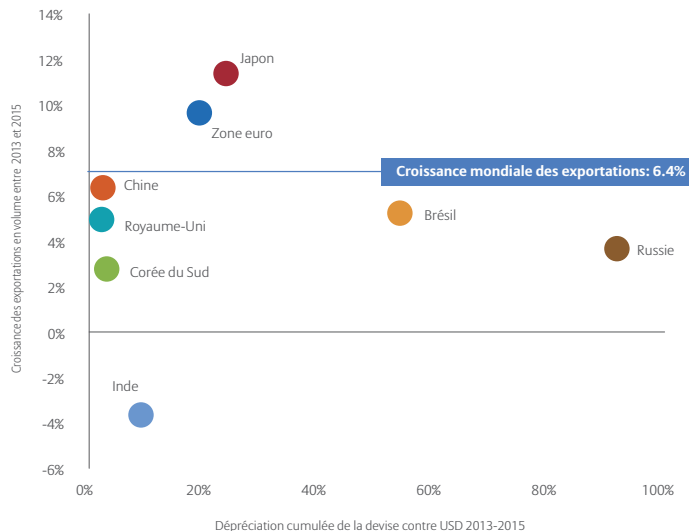
préciation plus forte du dollar. Une nouvelle hausse des taux finira par être annoncée au second semestre 2016, mais ce cycle de resserrement monétaire n'en sera pas moins le plus lent de l'histoire récente.

Il est intéressant d'observer, n'en déplaise aux nombreuses Cassandres, que les économies avancées ne connaissent pas d'excès financiers. Il n'y a ni surévaluation du marché d'actions, ni bulle des prix des logements (y compris aux États-Unis). Les risques associés à l'abondance de liquidités demeurent acceptables et les banques centrales n'ont pas de raison de mettre fin trop tôt à leur soutien.

L'exception, dans ce paysage dépourvu de risques, est le Royaume-Uni, où les prix des logements ont fortement augmenté (+10 % a/a au premier trimestre 2016). Le Brexit a bel et bien affecté la confiance et les fonds immobiliers, tout en pesant sur les entrées de capitaux. Les flux entrants de portefeuilles (60 milliards de livres sterling par trimestre en 2015) se sont transformés en flux sortants au 1er trimestre 2016 (-12 milliards de livres sterling). La Banque d'Angleterre a réagi pour éviter tout assèchement des liquidités et abaissé les taux d'intérêt. Les prochaines mesures pourraient inclure, si nécessaire, des opérations d'échanges de devises entre banques centrales, au montant potentiellement illimité. Une nouvelle fois, la politique monétaire vient contrebalancer les chocs générés par les gouvernements.

-53 %
Dépréciation de la Naira nigériane par rapport au dollar depuis le début de l'année

Graphique 7 : Dépréciation des devises et croissance des exportations en volume



Sources : IHS, Euler Hermes

Les preneurs de prix peuvent plus ou moins bien vivre leur situation

La croissance bon marché renforce le pouvoir d'achat des ménages et des entreprises. La situation des emprunteurs souverains, notamment dans le monde émergent, s'est également simplifiée. Les taux d'intérêt ont baissé, y compris dans des pays comme le Brésil, où les taux à dix ans sont passés cette année de 16 % en janvier à 12 % en juin, malgré la défiance vis-à-vis du gouvernement du pays. Cependant, parmi les économies n'ayant pas d'influence sur les prix, certaines pâtissent toujours d'effets de second tour découlant des chocs politiques passés. Les conditions de crédit continuent de se dégrader pour le secteur privé dans des pays de premier plan comme le Brésil, la Turquie et l'Afrique du Sud. Les banques de ces pays sont confrontées à une baisse des rendements et à une augmentation des créances douteuses. Les dépréciations passées ont coïncidé avec un ajustement difficile du marché du travail, générant une stagflation (accélération de l'inflation assortie d'une hausse du chômage) dans de nombreux pays exportateurs de matières premières d'Amérique latine et d'Afrique subsaharienne. Le malaise social s'accroît et le chemin des réformes est désormais semé d'embûches. Dans les pays vulnérables (en particulier ceux qui pratiquent des taux de change fixes, comme le Venezuela), le risque existe de voir une mauvaise réponse de politique économique générer davantage d'effets de second tour. La mise en

œuvre d'un régime de change flexible au Nigeria a constitué une bonne nouvelle, même si la dépréciation de la monnaie a déjà alimenté l'inflation (+16 % a/a au premier trimestre 2016) et affecté les consommateurs. En conséquence, la première économie d'Afrique devrait être en récession cette année.

À l'avenir, nous pensons que la volatilité des taux de change augmentera sous l'effet d'une nouvelle hausse des taux de la Fed cette année, alors que les déséquilibres demeurent. Les pays accusant un lourd déficit courant devront faire preuve de résilience et mener des politiques monétaires et budgétaires transparentes, afin de limiter les répercussions sur le secteur bancaire, les entreprises et les ménages.

Ceux qui cassent les prix : l'omniprésence des dévaluations compétitives

Comme indiqué plus haut, les grandes économies ont vu leur taux de change se déprécier, mais seuls quelques pays comme la Suède ont fait ce choix de manière délibérée. Jusqu'à présent néanmoins, aucun effet positif sur les exportations n'a été constaté (graphique 7) : il n'y a pas de courbe en J. Pire encore, lorsque la plupart des devises subissent des pressions à la baisse, les dépréciations entraînent davantage une perte de richesse (graphique 6, sur les termes de l'échange) qu'une meilleure compétitivité prix pour les exportateurs. Difficile de gagner des parts de marché lorsque le commerce mondial est poussif. ■



BREVET DE NAVIGATION EN « EAUX ÉMERGENTES »

Les pays émergents ont été particulièrement malmenés au cours de l'année passée. N'ayant pas d'influence sur les prix, ces pays ont peiné à gérer, de front, les pressions extérieures et domestiques auxquelles ils faisaient face.

Les opportunités sont cependant légion sur ces marchés. Nombre d'entre eux, notamment en Asie, sont protégés contre les chocs grâce à des excédents extérieurs structurels (en Corée du Sud, cet excédent atteint 9 % du PIB) et d'abondantes réserves de changes. Pour recourir à une métaphore automobile, lorsque le conducteur écrase la pédale de frein, il vaut mieux que les passagers aient correctement bouclé leur ceinture de sécurité. Cependant, certains pays émergents ont mieux absorbé cette période que d'autres et sont aujourd'hui prêts à devenir les moteurs de la croissance future.

De l'importance d'être constant

Face aux chocs qu'ont constitués la baisse de la demande chinoise, la fin de la politique extrêmement accommodante de la Fed ou encore les craintes liées à la dette (souveraine) et aux risques politiques croissants, certaines économies émergentes ont rapidement retrouvé le chemin de la croissance, tandis que d'autres sont encore en cours d'ajustement. Dans ce contexte, nous identifions cinq groupes de pays émergents sur lesquels investisseurs et entreprises peuvent fonder leurs décisions (graphique 8) :

1. Les pays qui ont toujours été constants dans l'effort. C'est le cas de nombreuses économies asiatiques, comme la Corée du Sud. Leur croissance s'est affaiblie, le moteur des exportations ayant ralenti. En l'absence de problèmes financiers extérieurs, ces pays ont cependant continué de croître. En Corée du Sud, la croissance est attendue à +2,7 % en 2017, une bonne performance pour un pays à hauts revenus.
2. Les pays ayant récemment trouvé l'équilibre. Ce sont l'Inde et les économies d'Europe orientale

comme la Pologne. Ils ont subi un choc de croissance très tôt et ont réagi à temps. Un déficit extérieur et une inflation faibles constituent des atouts clés et leur croissance a dépassé les attentes. En Inde, la croissance atteindra +7,6 % en 2016.

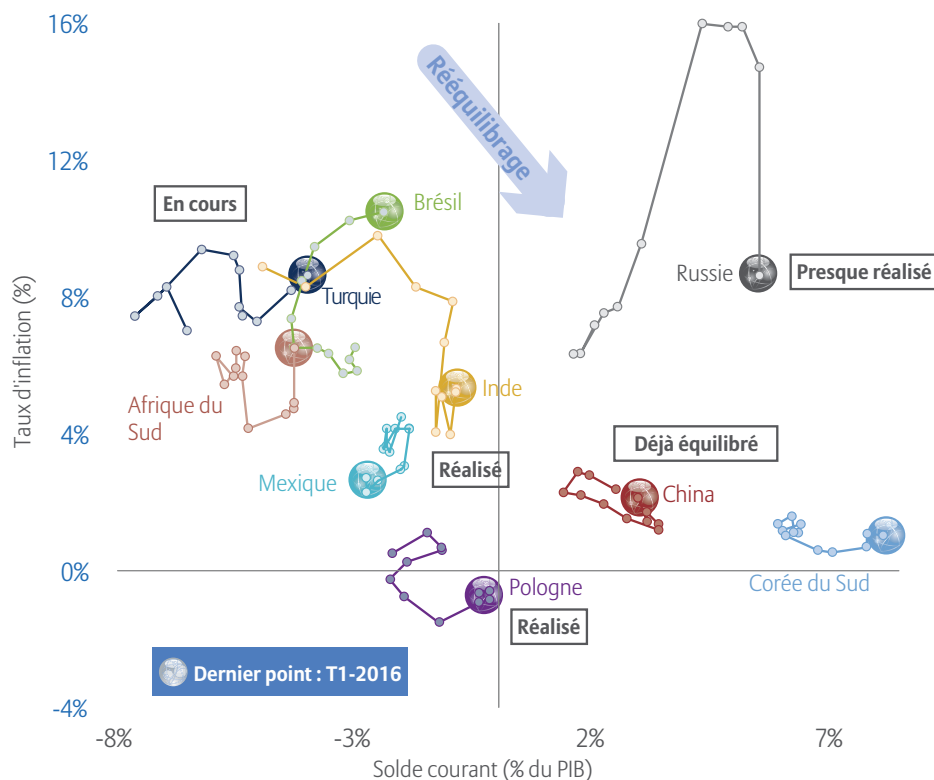
3. Les pays qui s'approchent de l'équilibre. La Russie en est le meilleur exemple. Sous l'effet conjugué du choc pétrolier et des sanctions internationales, c'est le pays qui a le plus souffert. Le secteur privé a fait un gros effort de rééquilibrage et le secteur public est parvenu à maintenir la dette à un niveau bas (18 % du PIB à la fin 2015), tout en préservant le fonds souverain (11 % du PIB). Le processus de rééquilibrage a été considérable. Malgré des fluctuations de prix défavorables, l'excédent courant est passé de 1,5 % du PIB en 2013 à plus de 5 % aujourd'hui. Si les sanctions étaient levées et que le monde acceptait de prendre part à la croissance russe, celle-ci pourrait créer de bonnes surprises.

4. Les pays encore en phase de rééquilibrage. C'est le cas du Brésil et de l'Afrique du Sud, entre autres. Ces économies ont été frappées de plein fouet par l'arrêt du supercycle des matières premières. L'ajustement nécessaire du secteur privé a été aggravé par les effets d'éviction, le secteur public ayant laissé filer le déficit budgétaire. L'épargne privée nette s'est accrue de plus de 10 % du PIB au Brésil entre 2013 et 2016. La dette publique s'est creusée et pourrait atteindre 90 % mi-2017, voire avant, sous l'effet de créances contingentes liées aux entreprises publiques (SOEs). Les banques publiques et les entreprises dépendantes des matières premières sont les sources principales d'inquiétude. Dans ces pays, la dépréciation rapide des devises a assombri les perspectives d'inflation et la stagflation a affecté les consommateurs alors que le marché du travail se détériorait, suscitant des tensions politiques et sociales, comme l'ont montré les grèves récurrentes en Afrique du Sud.

5. Les pays qui ne se sont que partiellement rééquilibrés. L'économie turque a bénéficié d'un effet prix. Importatrice de matières premières, la Turquie a profité de la baisse des cours du pétrole pour réduire son déficit extérieur et son

Graphique 8 : Dynamiques de l'inflation et du solde du compte courant sur les trois dernières années

Données trimestrielles



Sources : IHS, Euler Hermes

+7,6%

Croissance du PIB indien en 2016, supérieure à celle de la Chine pour la 2^e année consécutive

inflation pourrait suivre la même voie. Néanmoins, aucun signe de rééquilibrage plus structurel n'est apparu, la balance commerciale restant quasiment inchangée en volume. La croissance a pâti de chocs externes et, probablement, du récent coup d'État manqué, mais le pays n'est jamais tombé en récession.

Nous continuons de tabler sur une croissance de +3,6 % en 2016. En outre, la faiblesse des prix du pétrole et la politique économique (la dette publique n'a atteint que 33 % du PIB en 2015) continueront de soutenir la croissance si besoin. Le secteur privé affiche toutefois déjà des niveaux d'endettement élevés (75 % du PIB, en termes de dette domestique et extérieure) et reste soumis à la volatilité de la livre turque. Restaurer la confiance sera essentiel pour atteindre les objectifs de croissance alors que les recettes touristiques déçoivent; le risque politique doit être particulièrement surveillé.

Des surcapacités qui persistent dans le Monde émergent

Au sein des économies émergentes, les pays à revenus intermédiaires (BRIC et MIST par exemple) font face à de nombreux défis. Il leur faudra refondre leur modèle économique pour continuer de croître et surmonter une dette publique en accroissement.

À long terme, la solution résidera dans une croissance dans des secteurs à plus forte valeur ajoutée et dans la création d'emplois dans les secteurs liés à



170 %

Dette des entreprises chinoises par rapport au PIB

© Image Allianz 114115009

la consommation et aux services. À plus brève échéance, les responsables politiques pourraient encore jouer un rôle en s'employant à éviter un atterrissage brutal. La Chine n'a pas encore arbitré entre remèdes à court et à long terme, et continuera d'osciller entre les deux durant les années à venir. La détermination politique à soutenir les bilans des entreprises peut être forte, d'autant plus lorsqu'il s'agit d'entreprises en partie publiques et employant une main-d'œuvre nombreuse. Ici encore, nous pensons à la Chine (graphique

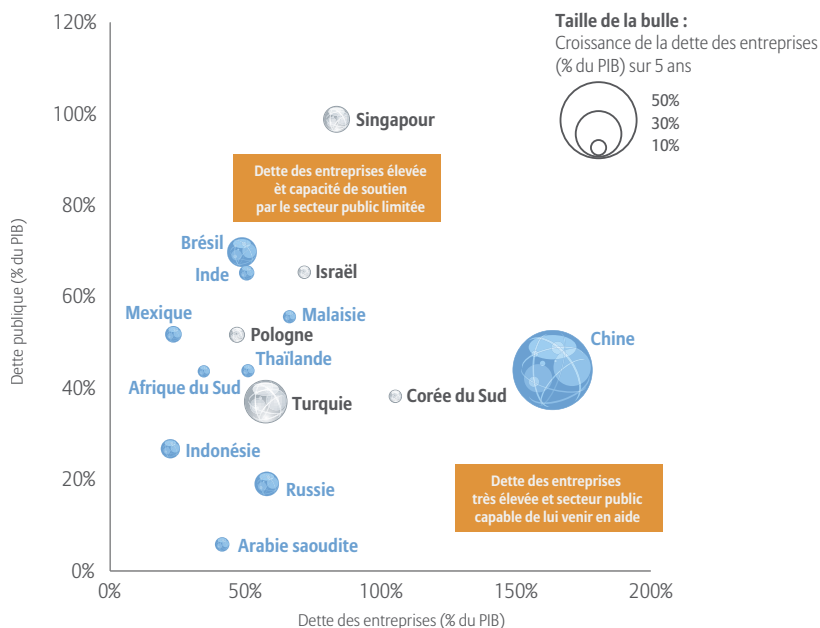
9) : le pays compte plus de 250 000 entreprises publiques, héritage pour la plupart d'une économie dirigée. Quelques-unes des plus importantes d'entre elles, regroupées au sein de la Commission d'administration et de supervision des actifs publics (SASAC, comprenant 106 entreprises), ont alimenté l'excès de production. Le processus d'ajustement dans les métaux industriels, la construction et les matières premières, attendu de longue date, pourrait se produire brutalement et entraîner une augmentation des défaillances d'entreprises. La tolérance à l'égard de la dette des entreprises publiques finira par diminuer au vu de la hausse de son coût pour les finances publiques.

La garantie implicite par l'État dont bénéficie la dette des entreprises publiques pourrait aboutir à une crise de confiance si les attentes du marché sont déçues. Un tel mécanisme a contribué à la crise de la dette souveraine dans la zone euro : l'absence de garantie automatique sur les dettes grecques, irlandaise ou portugaise, alors que le marché attendait le contraire, a entraîné une fuite massive des capitaux. Les responsables politiques des pays émergents devront reconnaître l'ampleur des créances douteuses sans provoquer de choc de confiance.

Le plus difficile et le plus important sera d'éviter les erreurs. Certaines économies clés marchant encore sur la corde raide, le droit à l'erreur est limité. L'accélération de la croissance, quant à elle, attendra. ■

Graphique 9 : Dette des entreprises et dette publique dans les pays émergents

Bleu = une partie de la dette provient d'entreprises publiques



Sources : IHS, Euler Hermes

Évolution des risques pays

À FIN T2 2016



↑ 3
améliorations

Risque de moyen terme:
l'échelle comporte 6 crans:
AA représente le risque le plus faible,
D le plus élevé.

Risque de court terme:
l'échelle comporte 4 crans:
1 représente le risque le plus faible,
4 le plus élevé.

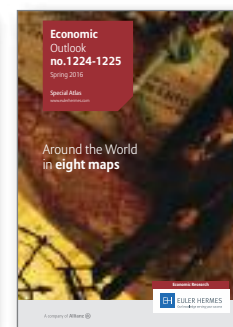
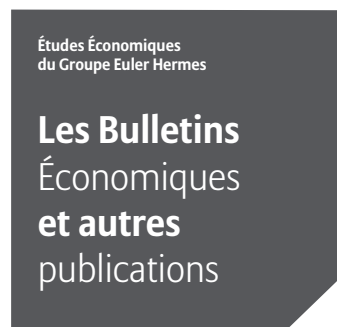
3 changements de notes de risque pays au 2^e trimestre 2016

ÉTUDES MACROÉCONOMIQUES ET RISQUES PAYS



■ Risque faible
 ■ Risque modéré
 ■ Risque significatif
 ■ Risque élevé
 ↑ Note améliorée
 ↓ Note détériorée

Source : Euler Hermes, notes au 22 juin 2016



Déjà parus :

N° 1210

■ Les dossiers

Le marché automobile mondial — De nouveau sur quatre roues

N° 1211-1212

■ Les défaillances d'entreprises dans le monde

Le ver est dans le fruit
Délais et retards de paiement, impayés et défaillances d'entreprises : nos prévisions pour 2015

N° 1213

■ Les dossiers

Le recouvrement de créances à l'international
Le Bon, la Brute et le Truand

N° 1214

■ Conjoncture et risques économiques

Ce n'est pas parce qu'on écrit des contes de fées qu'on croit aux loups-garous !

N° 1215

■ Les dossiers

Que nous mijote le commerce mondial ? Douze pays livrent leur recette pour relever l'export

N° 1216

■ Conjoncture, risques économiques et secteurs internationaux

Le bruit ne fait pas de bien et le bien ne fait pas de bruit

N° 1217-1218

■ Conjoncture, risques économiques et secteurs internationaux

Croissance en roue libre ?

N° 1219

■ Les dossiers

L'auto dans tous ses états

N° 1220-1221

■ Les défaillances d'entreprises dans le monde

Défaillances d'entreprises : Volte-face

N° 1222

■ Conjoncture et risques économiques

Les 7 nains de la croissance mondiale

N° 1223

■ Secteurs internationaux

Que les jeux des secteurs commencent — Les Jeux Olympiques ont déjà démarré pour les entreprises

N° 1224-1225

■ Spécial Atlas

Le tour du monde en huit cartes

N° 1226-1227

■ Conjoncture et risques économiques

La croissance, à quel prix ?

À paraître :

N° 1228

■ Les dossiers

The Economic Talk



www.eulerhermes.fr

Weekly Export Risk Outlook



www.eulerhermes.com/economic-research

Economic Insight



www.eulerhermes.com/economic-research

- Worldwide DSO : Paying the penalty for low growth ► juillet 2016
- Brexit : What does it mean for Europe and the world ? ► mai 2016
- Brazil did not need more drama right now ► mai 2016
- Insolvencies are back : Keep an eye on the domino effect ► avril 2016
- Why is global growth a FLOP(s) ? ► avril 2016
- Switzerland : Modest export restart in 2016 while survey signals further growing export risks ► avril 2016
- Oil prices : Time for (nasty) second-round effects ? ► mars 2016
- Payment Behavior Index (PBI) shows deteriorating conditions ► février 2016
- China : MONKEY forces for the Year of the Monkey ► février 2016
- Brexit me if you can : Companies to suffer the most ► février 2016

Country Report



Mise à jour du 22 juin 2016

www.eulerhermes.com/economic-research

- | | | |
|-----------------|----------------------|----------------|
| ■ Royaume-Uni | ■ République tchèque | ■ Sénégal |
| ■ Finlande | ■ Allemagne | ■ Slovaquie |
| ■ Roumanie | ■ Hongrie | ■ Corée du Sud |
| ■ Serbie | ■ Japon | ■ Tanzanie |
| ■ Bulgarie | ■ Koweït | ■ EAU |
| ■ Burkina Faso | ■ Maroc | ■ Uruguay |
| ■ Chine | ■ Nouvelle Zélande | ■ États-Unis |
| ■ Congo DR | ■ Nigeria | ■ Vietnam |
| ■ Costa Rica | ■ Pérou | |
| ■ Côte d'Ivoire | ■ Portugal | |

Industry Report



www.eulerhermes.com/economic-research

- US Oil ► février 2016
- US Retail ► janvier 2016
- US Household equipment ► février 2016
- France agrifood ► novembre 2015
- US agrifood ► novembre 2015
- Germany agrifood ► octobre 2015
- Construction in Germany ► octobre 2015
- US Auto Industry Outlook ► septembre 2015
- US Steel Industry Outlook ► juillet 2015

Global Sector Report



Mise à jour de février 2016

www.eulerhermes.com/economic-research

- | | |
|-----------------------------|----------------------------|
| ■ Aéronautique | ■ Biens d'équipement |
| ■ Agroalimentaire | ■ Métallurgie |
| ■ Automobile | ■ Papier |
| ■ Chimie | ■ Industrie pharmaceutique |
| ■ Construction | ■ Distribution |
| ■ Énergie | ■ Textile |
| ■ Électronique grand public | ■ Transport |
| ■ TIC | |

Implantations

Siège social :
Euler Hermes Group
1, place des Saisons
92 078 Paris La Défense - France
Tél. : + 33 (0) 1 84 11 50 50

www.eulerhermes.com

► Afrique du Sud

Euler Hermes – South Africa
The Fris
32A Cradock Avenue,
Rosebank 2196
Tel. : +27 10 59348 01

► Allemagne

Euler Hermes Deutschland
Niederlassung der Euler Hermes SA
Friedensallee 254
22763 Hambourg
Tel. : + 49 40 8834 9000

Euler Hermes Aktiengesellschaft
Gasstraße 27
22761 Hambourg
Tel. : +49 40 8834 9000

Euler Hermes Collections GmbH
Zeppelinstr. 48
14471 Potsdam
Tel. : +49 331 27890 000

Euler Hermes Rating GmbH
Friedensallee 254
22763 Hambourg
Tel. : +49 40 8834 640

► Arabie Saoudite

Contacteur Émirats Arabes Unis

► Argentine

Solunion
Av. Corrientes 299
C1043AAC CBA, Buenos Aires
Tel. : +54 11 4320 9048

► Australie

Euler Hermes Australia Pty Ltd
Allianz Building
2 Market Street
Sydney, NSW 2000
Tel. : +61 2 8258 5108

► Autriche

Acredia Versicherung AG
Himmelfortgasse 29
1010 Vienne
Tel. : + 43 5 01 02 1111

Euler Hermes Collections GmbH,
Zweigniederlassung Österreich
Handelskai 388
1020 Vienne
Tel. : +43 1 90 22714000

► Bahreïn

Contacteur Émirats Arabes Unis

► Belgique

Euler Hermes Europe SA (NV)
Avenue des Arts – Kunstlaan, 56
1000 Bruxelles
Tel. : +32 2 289 3111

► Brésil

Euler Hermes Seguros de Crédito SA
Avenida Paulista, 2.421 – 3º andar
Jardim Paulista
São Paulo / SP 01311-300
Tel. : +55 11 3065 2260

► Bulgarie

Euler Hermes Bulgaria
2, Pozitano sq,
"Perform business Center"
Sofia, 1000
Tel. : +359 2 890 1414

► Canada

Euler Hermes North America Insurance
Company
1155, René-Lévesque Blvd West
Suite 2810
Montréal (Québec) H3B 2L2
Tel. : +1 514 876 9656 / +1 877 509 3224

► Chili

Solunion
Av. Isidora Goyenechea, 3520
Santiago
Tel. : +56 2 2410 5400

► Chine

Euler Hermes Consulting
(Shanghai) Co., Ltd
Unit 2103, Taiping Finance Tower, No.488
Middle Yincheng Road, Pudong New Area,
Shanghai, 200120
Tel. : +86 21 6030 5900

► Colombie

Solunion
Calle 7 Sur No. 42-70
Edificio Fórum II Piso 8
Medellín
Tel. : +57 4 444 01 45

► Corée du Sud

Euler Hermes Korea
Rm 1700, 17/F Jongro Tower Building, 6,
Jongro 2-Ga, Jongro-Gu
Seoul 110-789
Tel. : +822 733 8813

► Danemark

Euler Hermes Danmark, filial of
Euler Hermes Europe S.A. Belgien
Amerika Plads 19
2100 Copenhague O
Tel. : +45 88 33 33 88

► Émirats Arabes Unis

Euler Hermes
c/o Alliance Insurance PSC
501, Al Warba Center
P.O. Box 183957
Dubai
Tel. : +971 4211 6000

► Espagne

Solunion
Avda. General Perón, 40
Edificio Moda Shopping
Portal C, 3ª planta
28020 Madrid
Tel. : +34 91 581 34 00

► Estonie

Contacteur Finlande

► États-Unis

Euler Hermes North America
Insurance Company
800 Red Brook Boulevard
Owings Mills, MD 21117
Tel. : +1 877 883 3224

► Finlande

Euler Hermes SA
Suomen siviiliike
Mannerheimintie 105
00280 Helsinki
Tel. : +358 10 850 8500

► France

Euler Hermes France SA
Euler Hermes Collection
Euler Hermes World Agency
1, place des Saisons
F-92048 Paris-La-Défense Cedex
Tel. : +33 1 8411 5050

► Grèce

Euler Hermes - Hellas Credit Insurance SA
16 Laodikias & 1-3 Nymfeou Str.
Athènes Grèce 11528
Tel. : +30 210 6900000

► Hong Kong

Euler Hermes Hong Kong Services Ltd
Suites 403-11, 4/F, Cityplaza 4,
12 Taikoo Wan Road
Taikoo Shing
Hong Kong
Tel. : +852 3665 8901

► Hongrie

Euler Hermes Europe SA
Magyarországi Fióktelepe
Kiscelli u. 104
1037 Budapest
Tel. : +36 1 453 9000

► Inde

Euler Hermes Services India Pvt. Ltd
5th Floor, Vaibhav Chambers
Opposite Income Tax Office
Bandra Kurla Complex
Bandra (East)
Mumbai 400 051
Tel. : +91 22 6623 2525

► Indonésie

PT Asuransi Allianz Utama Indonesia
Allianz Tower 32nd floor
Credit Insurance Division
Kawasan Kuningan Persada
Super block 2
Jln. H.R. Rasuna Said,
Jakarta Selatan 12980
Tel. : +62 21 2926 8888

► **Irlande**

Euler Hermes Ireland
Allianz House
Elm Park
Merrion Road
Dublin 4
Tel.: +353 (0) 1 518 7900

► **Israël**

ICIC
2, Shenkar Street
68010 Tel Aviv
Tel.: +9 27 23 796 2444

► **Italie**

Euler Hermes Europe SA
Rappresentanza generale per l'Italia
Via Raffaello Matarazzo, 19
00139 Rome
Tel.: +39 06 8700 7420

► **Japon**

Euler Hermes Japan Branch Office
10th Fl., New Otani Garden Court,
4-1 Kioi-cho, Chiyoda-ku,
Tokyo 104-0094
Tel.: +81 3 3538 5403

► **Koweït**

Contacteur Émirats Arabes Unis

► **Lettonie**

Contacteur Finlande

► **Lituanie**

Contacteur Finlande

► **Malaisie**

Euler Hermes Malaysia Branch
Level 28, Menara Allianz Sentral
Jalan Tun Sambanthan,
50470 Kuala Lumpur
Tel.: +603 22721387

► **Maroc**

Euler Hermes Acmar
37, bd Abdelattif Ben Kaddour
20 050 Casablanca
Tel.: +212 5 22 79 03 30

► **Mexique**

Solunion
Torre Polanco
Mariano Escobedo 476 Piso 15
Col. Nueva Anzures
11590 Mexico D.F.
Tel.: +52 55 52 01 79 00

► **Norvège**

Euler Hermes Norge
Holbergsgate 21
P.O. Box 6875
St. Olavs Plass
0130 Oslo
Tel.: +47 23 25 60 00

► **Nouvelle Zélande**

Euler Hermes New Zealand Ltd
Tower 1, Level 11
205 Queen Street
Auckland 1010
Tel.: +64 9 354 2995

► **Oman**

Contacteur Émirats Arabes Unis

► **Pays-Bas**

Euler Hermes Nederland
Pettelaarpark 20
P.O. Box 70571
5201 CZ's-Hertogenbosch
Tel.: +31 (0) 73 688 99 99 / 0800 385 37 65

Euler Hermes Bonding
De Entree 67 (Alpha Tower)
P.O. Box 12473
1100 AL Amsterdam
Tel.: +31 (0) 20 696 39 41

► **Philippines**

Contacteur Singapour

► **Pérou**

Contacteur Solunion Colombie

► **Pologne**

Towarzystwo Ubezpiecze
Euler Hermes SA
Al. Jerozolimskie 98
00-807 Varsovie
Phone: +48 22 363 6363

► **Portugal**

COSEC - Companhia de Seguro de
Créditos, S.A.
Av. da Republica, n° 58
1069-057 Lisbonne
Tel.: +351 21 791 3700

► **Qatar**

Contacteur Émirats Arabes Unis

► **République tchèque**

Euler Hermes Europe SA,
organizacni slozka
Molákova 576/11
186 00 Prague 8
Tel.: +420 266 109 511

► **Royaume-Uni**

Euler Hermes UK
1 Canada Square
Londres E14 5DX
Tel.: +44 20 7512 9333

► **Roumanie**

Euler Hermes Europe SA Bruxelles
Sucursala Bucuresti
Str. Petru Maior Nr.6
Sector 1
011264 Bucarest
Tel.: +40 21 302 0300

► **Russie**

Euler Hermes Credit Management OOO
Office C08, 4-th Dobryninskiy per., 8,
Moscou, 119049
Tel.: +7 495 981 28 33 ext. 4000

► **Singapour**

Euler Hermes Singapore Services Pte Ltd
12 Marina View
#14-01 Asia Square Tower 2
Singapour 018961
Tel.: +65 6589 3700

► **Slovaquie**

Euler Hermes Europe SA, pobočka
poist'ovne z ineho clenkeho statu
2012:Plynarenska 7/A
821 09 Bratislava
Tel.: +421 2 582 80 911

► **Sri Lanka**

Contacteur Singapour

► **Suède**

Euler Hermes Sverige filial
Döbelnsgatan 24
Box 729
101 34 Stockholm
Tel.: +46 8 555 136 00

► **Suisse**

Euler Hermes SA
Zweigniederlassung Wallisellen
Euler Hermes Reinsurance AG
Richtiplatz 1
Postfach
8304 Wallisellen
Tel.: +41 44 283 65 65
Tel.: +41 44 283 65 85 (Reinsurance AG)

► **Taiwan**

Euler Hermes Taiwan Services Limited
Phone: +886 2 5550 0590

► **Thaïlande**

Allianz C.P. General Insurance Co., Ltd.
323 United Center Building
30th Floor
Silom Road
Bangrak, Bangkok 10500
Tel.: +66 (0) 2 264 8612

► **Tunisie**

Contacteur Italie

► **Turquie**

Euler Hermes Sigorta A.S.
Büyükdere Cad. No: 100-102
Maya Akar Center Kat: 7 Esentepe
34394 Şişli/Istanbul
Tel.: +90 212 2907610

► **Uruguay**

Contacteur Argentine

► **Vietnam**

Contacteur Singapour

Le Bulletin Économique

est publié mensuellement par la Direction des Études Économiques
d'Euler Hermes Group

1, place des Saisons 92048 Paris La Défense Cedex

e-mail : research@eulerhermes.com - Tél. : +33 (0) 1 84 11 50 50

Le présent document reflète l'opinion de la Direction des Études Économiques d'Euler Hermes Group. Les informations, analyses, prévisions, contenues dans ce document sont fondées sur les hypothèses et les points de vues actuels de cette Direction et sont de nature prospective. Dans ce contexte, la Direction des Études Économiques d'Euler Hermes Group n'a aucune obligation de résultat et sa responsabilité ne peut être engagée à ce titre. Ces analyses sont d'ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment.

www.eulerhermes.com

Le Bulletin
économique



Avec Ecofolio
tous les papiers
se recyclent.