

Conjoncture
et risques économiques

Le Bulletin Économique N° 1222

janvier 2016

www.eulerhermes.fr

CE DOCUMENT

est un extrait de notre
Bulletin Économique N°1222.
Pour recevoir ce numéro et
vous abonner à nos
publications, merci
d'adresser votre demande à
research@eulerhermes.com.

Les 7 nains de la croissance mondiale



Études économiques



EULER HERMES

Our knowledge serving your success*

* Notre savoir au service de votre réussite

A company of **Allianz** 

Sommaire

Direction des Études Économiques
du Groupe Euler Hermes

Le Bulletin Économique N° 1222

Conjoncture
et risques économiques

Le bulletin Économique du Groupe Euler Hermes 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: Frédéric Andrès, Andrew Atkinson, Ana Boata, 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), Daphné Pérès, Luna Angelini Marinucci, Irène Herlea (Assistants de recherche)

Conception graphique: Claire Mabilbe
Photo crédit: Allianz, Calibri 1968 at English Wikipedia (public domain), Can Stock Photo Inc., Stefan Schubert Flickr.com (under Creative Commons License 2), Fotolia, Thinkstock

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
> EulerHermes Group – Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 14 509 497 €, RCS Nanterre 552 040 594

Impression: Talesca Imprimeur de Talents – Dépôt légal - Novembre-Décembre 2015-Janvier 2016; issn 1 162-2 881 ■
Achévé de rédiger le 11 janvier 2016

- | | |
|---|---|
| <p>3 ÉDITORIAL</p> <p>4 VUE D'ENSEMBLE</p> <p>5 Nain #1: le commerce mondial Dormeur ouvrira un œil en 2016</p> <p>6 Nain #2: les marchés émergents resteront-ils Grincheux en 2016 ?</p> <p>6 Nain #3: les Timides prix (du pétrole)</p> <p>7 Nain #4: Atchoum, les marchés financiers resteront volatiles</p> <p>7 Nain #5: le Joyeux consommateur qui ne sauvera pas le monde</p> <p>8 Nain #6: Prof et son <i>Policy mix</i> sont de retour</p> <p>8 Nain #7: attention au Simplet du risque politique</p> <p>8 Blanche Neige s'éveille – et le cycle d'investissement fait de même</p> <p>9 Attention au poison des défaillances</p> <p>10 PERSPECTIVES RÉGIONALES</p> <p>10 États-Unis : la croissance n'en finit pas de ralentir</p> <p>10 Amérique latine : avis de gros temps</p> <p>11 Brésil : récession, encore et encore</p> <p>11 Royaume-Uni : fin de cycle en vue</p> <p>12 Zone euro : l'investissement privé est de retour</p> | <p>13 Allemagne : une croissance aussi solide que durable</p> <p>13 France : <i>Fluctuat nec mergitur</i></p> <p>13 Italie : le ciel se dégage</p> <p>14 Espagne : un moteur de la croissance... qui ralentira en 2016</p> <p>15 Europe centrale et orientale : divergence</p> <p>15 Russie : une crise qui mettra du temps à se dissiper</p> <p>15 Europe centrale : perspectives prometteuses</p> <p>15 Turquie : un équilibre périlleux</p> <p>16 Afrique et Moyen Orient : affectés par les cours des matières premières</p> <p>16 Asie : la vigueur de la demande intérieure est synonyme de croissance robuste</p> <p>17 Chine : le freinage du PIB continue</p> <p>17 Japon : la croissance du PIB se consolide en 2016</p> <p>10 ÉVOLUTION DES RISQUES PAYS</p> <p>24 NOS PUBLICATIONS</p> <p>26 IMPLANTATIONS</p> |
|---|---|

L'éléphant dans un magasin de porcelaine (chinoise)

LUDOVIC SUBRAN

2016 a démarré sur les chapeaux de roue, avec une nouvelle bouffée d'angoisse en provenance de Chine en guise d'étrennes. Un indicateur avancé qui déçoit, un coupe-circuit qui baffouille, et c'est le drame : les places boursières et les devises s'effondrent et le monde entier se précipite au chevet de la Chine. Chez Euler Hermes, nous martelons depuis des années que les retards de règlement, les défauts de paiement et les défaillances des entreprises chinoises ne cessent d'augmenter. La déconnexion entre les données macroéconomiques (et les marchés actions) et l'économie réelle était évidente. La question est désormais de savoir si la terre entière doit s'inquiéter de la situation de la Chine.

Oui et non.

Oui, parce que la phase d'industrialisation semble toucher à sa fin. Les secteurs manufacturiers traditionnels sont écrasés par la dette (les ratios d'endettement ont triplé en quinze ans) et ne sont pas prêts d'investir à nouveau, car leur rentabilité s'est considérablement érodée et le soutien de l'État n'a plus rien d'automatique.

Oui, parce que le monde va devoir trouver un nouveau consommateur fétiche : les importations chinoises ne cessent de ralentir, plombant les cours des matières premières (du pétrole au minerai de fer) et pénalisant les places commerciales avoisinantes. Conséquence : les pays pensent « pare-feu » pour éviter la contagion, les entreprises envisagent de raccourcir les chaînes d'approvisionnement et les ménages s'inquiètent pour leur épargne. (Mal)heureusement, dans la vraie vie, l'exposition au risque chinois est relativement limitée. Et les raisons de penser que

la Chine peut se ressaisir ne manquent pas : le pays possède toujours un potentiel inexploité, entre populations rurales et citadins aux goûts (et au taux d'épargne) occidentaux, tandis que la demande en services et produits haut de gamme s'inscrit en progression.

Mais, la Chine reste un acteur majeur de l'économie mondiale. Alors que le monde scrute désormais les moindres faits et gestes de Pékin, qui multiplie les expériences politiques, la Chine peut inverser la vapeur si elle réussit à surmonter son triple défi. Tout d'abord, la devise : impossible d'allier taux de change semi fixe, liberté de circulation des capitaux et politique monétaire indépendante.

Deuxièmement, la croissance : définir une cible est une bonne chose, mais encore faut-il qu'elle soit compatible avec une croissance (désendettée) de qualité, ou avec des réformes de l'offre productive.

Enfin, le financement : choisir entre protéger son bilan, poursuivre la relance budgétaire ou jouer à nouveau la carte commerciale, avec des initiatives comme le projet One Belt, One Road.

Ces points sont essentiels, car ils peuvent faire revenir la confiance ou accentuer la panique. D'ici là, qu'il s'agisse de la Chine, de l'avenir de l'Europe, de la politique américaine, du Moyen Orient ou des marchés émergents, 2016 devrait encore être une année VICA (Vulnérabilité, Incertitude, Complexité et Ambiguïté). Cet acronyme militaire né dans les années 1990 est synonyme de préparation, d'anticipation, et d'évolution et d'intervention. Bonne année VICA !

Les 7 nains de la croissance mondiale

Même si l'économie brillera par son manque de vivacité en 2016, un optimisme prudent est de rigueur

ÉTUDES MACROÉCONOMIQUES

Croissance du PIB, évolution annuelle en %

	Poids*	2014	2015	2016p	2017p
CROISSANCE DU PIB MONDIAL	100	2,7	2,6	2,8	3,0
Économies développées	62	1,7	1,9	2,1	2,1
Économies émergentes	38	4,6	3,7	4,0	4,5
Amérique du Nord	25	2,4	2,4	2,5	2,4
États-Unis	22	2,4	2,5	2,5	2,4
Canada	2	2,5	1,1	2,0	2,7
Amérique latine	8	1,2	-0,5	-0,4	1,7
Brésil	3	0,2	-3,7	-2,4	1,2
Europe de l'Ouest	24	1,3	1,6	1,7	1,8
Royaume-Uni	4	2,9	2,4	2,1	1,9
Zone euro	18	0,9	1,5	1,7	1,8
Allemagne	5	1,6	1,5	1,8	1,8
France	4	0,2	1,1	1,4	1,6
Italie	3	-0,4	0,7	1,1	1,2
Espagne	2	1,4	3,1	2,6	2,1
Pays-Bas	1	1,0	1,9	2,0	2,1
Portugal	0	0,9	1,5	1,7	0,4
Europe Centrale et de l'Est	6	1,4	-0,1	1,5	2,2
Russie	3	0,6	-3,7	-0,3	1,0
Turquie	1	2,9	3,6	3,3	3,5
Pologne	1	3,4	3,4	3,5	3,5
Asie	29	4,8	4,8	4,8	4,7
Chine	13	7,3	6,8	6,5	6,4
Japon	7	-0,1	0,8	1,3	0,8
Inde	2	7,3	7,4	7,6	7,8
Océanie	2	2,8	2,3	2,3	2,6
Australie	2	2,7	2,3	2,4	2,6
Moyen-Orient	4	2,6	2,8	3,4	4,0
Arabie saoudite	1	3,5	3,0	3,0	3,5
Émirats arabes unis	1	4,6	3,0	3,5	4,0
Afrique	3	3,3	3,4	4,0	4,6
Afrique du Sud	0	1,5	1,5	2,0	2,0

* Pondérations PIB, 2014 à taux de change courant

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

+2,8%

PIB réel mondial
en 2016

- Nos perspectives économiques brossent le portrait des 7 nains de l'économie mondiale : de minuscules moteurs de croissance tels que Dormeur (le commerce mondial) ou Joyeux (le consommateur).
- Attention au poison des défaillances d'entreprises qui pourrait venir gâcher la fête en 2016. Les faillites devraient ainsi augmenter de +1%.
- Heureusement, la Blanche Neige de l'investissement des entreprises s'éveille enfin.
- Selon notre analyse, la croissance mondiale devrait rester modérée, sans accélération notable par rapport à 2015 : +2,8% en 2016 et +3% en 2017.
- Les divergences entre marchés émergents et économies avancées persisteront. Les économies émergentes afficheront une croissance inférieure à la tendance, mais resteront moins sujettes à la crise que par le passé.
- La fin du cycle de reprise approche aux États-Unis et au Royaume-Uni alors que la zone euro retrouve tout juste le chemin de la croissance.



© Image courtesy of Colibri1968 at English Wikipedia (Public Domain)



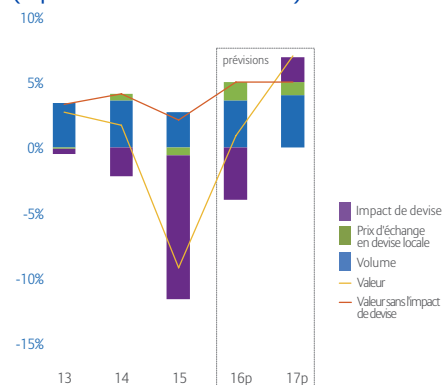
+3,7%

croissance du commerce international en volume, mais +0,9% en valeur

d'anciens pays à bas coût d'Asie du Sud-Est ou d'Europe de l'Est disparaissent soit parce que ces marchés gagnent en maturité (donc les salaires augmentent), soit parce que le coût de l'automatisation de la production baisse. Deuxièmement, l'évolution des moteurs de la demande mondiale (notamment la montée en puissance des consommateurs émergents) induit un bouleversement des flux commerciaux internationaux. La Chine est le principal protagoniste de bon nombre de ces tendances. Le rééquilibrage de son économie, qui s'éloigne de l'industrie (les investissements) pour privilégier les services (la consommation) se traduit par une baisse des ventes des fournisseurs de biens primaires et intermédiaires, rendant la croissance des échanges moins réactive à celle de la demande.

Nous tablons sur une augmentation modérée des volumes d'échanges internationaux en 2016 (+3,7%) et en 2017 (+4,0%) (graphique 1). Le renforcement de la demande en provenance des économies à hauts revenus et, surtout, de l'investissement des entreprises, plus générateur de flux commerciaux que la consommation, viendra se conjuguer à un rebond progressif de la demande chinoise pour assurer une reprise graduelle du commerce international. En termes de valeur, une légère progression est attendue en 2016 (+0,9% contre 9% en 2015) avant un rebond beaucoup plus fort en 2017 (+7%). Les prix en dollars continueront de jouer un rôle négatif en 2016, les monnaies phares (euro, yen, yuan, etc.) perdant à nouveau du terrain par rapport au billet vert en raison de la divergence des politiques monétaires.

Graphique 1 Commerce mondial (exportations de biens et services)



Sources : IHS, Euler Hermes

En attendant Blanche Neige

Les fêtes de fin d'année sont terminées, mais qui n'aime pas les contes de fées ?

Imaginez une économie mondiale qui vivrait heureuse et aurait beaucoup d'enfants. Un monde qui ne redouterait ni un atterrissage brutal de la Chine ni les futures hausses de taux directeurs de la Fed. Un monde où le risque géopolitique ne serait pas omniprésent et où le commerce international retrouverait enfin son rôle d'accélérateur de croissance. Imaginez des marchés financiers dotés d'un minimum de bon sens et de stabilité, ou des entreprises qui ne vivraient pas dans la crainte des retards de paiement.

Malheureusement, le monde dans lequel nous vivons est un rien plus complexe. Euler Hermes estime que la croissance mondiale ne ressortira qu'à +2,8% en 2016 (+3% en 2017), restant pour la sixième année consécutive sous la barre des +3%. Cette reprise (modérée) s'explique en grande partie par la stabilisation des économies émergentes qui avaient été les plus durement touchées. Le Brésil et la Russie sont toujours en récession, mais la contraction sera moins forte. Nous estimons que la divergence entre économies avancées et marchés émergents ne s'estompera pas. Dans ces derniers, après avoir atteint un point bas à +3,7% l'an passé, la croissance devrait rebondir à +4% en 2016. Pourtant, elle reste inférieure à la tendance dans la majeure partie des pays émergents, notamment ceux qui n'ont pas résorbé leurs déséquilibres externes et internes. Cela étant, la situation actuelle n'est pas synonyme de crise telle que celle des années 1990, car les pays émer-

gents sont bien plus résistants et mieux armés que par le passé. Au final, nous n'anticipons pas d'accélération digne de ce nom cette année. La croissance mondiale restera limitée. Voire « minuscule ». En effet, l'endettement reste globalement élevé et les moteurs de croissance ne sont pas suffisamment puissants.

Prenant pour modèle le conte de notre enfance, nous analysons aujourd'hui la situation du monde réel. Voici donc les 7 nains de la croissance mondiale, la Blanche Neige de l'investissement et la Méchante Reine des défaillances.

Nain #1 : le commerce mondial Dormeur ouvrira un œil en 2016

En 2015, le commerce mondial de biens et services en volume a de nouveau enregistré une croissance inférieure à la tendance (+2,7%, contre +6% entre 2000 et 2010), et rien n'indique une véritable accélération à moyen terme. Les chocs cycliques négatifs ont été nombreux depuis la crise financière mondiale. Les mesures d'austérité ont eu un impact brutal sur la demande et les échanges au sein de la zone euro. La demande des marchés émergents a été plombée par un contexte externe difficile – faiblesse des cours des matières premières, remontée des taux d'intérêt et durcissement de la politique monétaire aux États-Unis – et des déséquilibres macroéconomiques internes. Surtout, le commerce international connaît actuellement des ajustements structurels majeurs. Tout d'abord, l'intégration des chaînes de valeur mondiales ralentit. Par exemple, les avantages compétitifs

Nain #2 : les marchés émergents resteront-ils Grincheux en 2016 ?

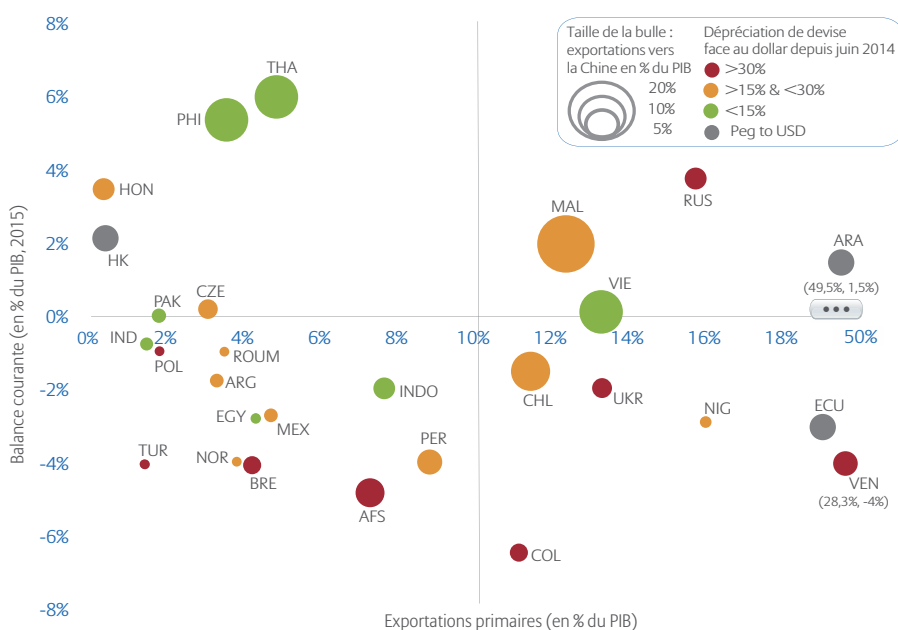
L'année 2015 a (encore une fois) été très difficile pour les marchés émergents. L'effet combiné du ralentissement de la Chine et de l'anticipation d'un relèvement des taux de la Fed (et donc d'un raffermissement du dollar) a fait chuter les cours des matières premières et les devises. Pour la plupart des pays, c'est la goutte d'eau qui a fait déborder le vase. Même si ces facteurs de risque devraient s'estomper en 2016, certaines économies restent extrêmement vulnérables. Comme toujours avec les marchés émergents, la différenciation sera le maître mot.

Dans le graphique 2, nous évaluons la sensibilité des marchés émergents à trois facteurs de risque par le biais de trois variables clés : (i) la balance courante, qui mesure la vulnérabilité d'un pays aux flux de capitaux liés au relèvement des taux de la Fed (ii), le poids, en pourcentage du PIB, des exportations vers la Chine et (ii) le poids, en pourcentage du PIB, des exportations primaires. Nous utilisons également la dépréciation de la devise depuis la mi 2014 pour représenter les éléments dont l'évolution n'est pas reflétée par ces trois variables. Par exemple, malgré un excédent courant, le rouble russe a chuté de -65% en raison d'une flambée du risque politique. En septembre, nous avons estimé que le Brésil, la Russie, le Nigéria, la Turquie et l'Afrique du Sud étaient les pays les plus vulnérables : forte dégradation des perspectives économiques, peu de marge de manœuvre pour relancer la croissance à court terme, faiblesse des échanges internationaux et de la demande intérieure et soutien des politiques publiques entravé par des déséquilibres macroéconomiques profonds (déficits jumeaux ou fortes pressions sur la devise). Pour ces multiples raisons, ils restent sujets à une volatilité accrue en 2016. La Colombie et, dans une moindre mesure, la Malaisie, l'Indonésie, le Chili et le Pérou pourraient également connaître une année difficile.

Nain #3 : les Timides prix (du pétrole)

En moyenne, entre 2014 et 2015, les cours du pétrole ont quasiment été divisés par deux. Pourtant, la Russie, les États-Unis et l'Arabie saoudite (les trois plus grands producteurs d'or noir)

Graphique 2 Marchés émergents, exposition à la Chine, aux matières premières et à la Fed



Sources : FMI, Chelem, IHS, Euler Hermes

ne semblent pas vouloir lever le pied. Les cours devraient donc à nouveau reculer en 2016. Contrairement à ce que beaucoup espéraient, la guerre actuelle des prix n'aura rien de passager, car les producteurs américains sont plus résistants qu'attendu. Outre Atlantique, les sociétés énergétiques ont arrêté les projets de forage les moins productifs et les plus spéculatifs, conservant en revanche les puits qui fonctionnent le mieux pour rembourser leur dette colossale. Elles ont également appris à allonger la durée de vie de ces puits pour réduire le besoin en nouveaux forages. La production américaine, qui a atteint 9,17 millions de barils par jour en septembre, est aujourd'hui supérieure à son niveau de début d'année.

Conséquence : les cours du Brent devraient, selon nous, chuter de 15%, à 46 dollars le baril en moyenne en 2016, avant d'amorcer un redressement en 2017. Les cours du pétrole devraient donc rester déprimés pendant un certain temps, ce qui est une excellente nouvelle pour les pays importateurs nets de pétrole et explique nos prévisions optimistes pour la zone euro. Inversement, les pays exportateurs sont à la peine. Leurs économies souffrent de la dégradation (i) des termes de l'échange, qui entraîne une forte détérioration de la balance commerciale, et (ii) de leurs recettes budgétaires. Cet enchaînement est d'autant plus pénalisant lorsque la devise du pays est arrimée sur le dollar, car il est alors impossible d'amortir les chocs budgétaires par une dépréciation du taux de change.

De manière plus générale, une stabilisation des cours des matières premières (à des niveaux bas) devrait mettre un terme à la spirale baissière de l'inflation. Et, la demande se redressant, les pressions déflationnistes s'estomperont. Cette tendance sera plus nette dans la zone euro, où les chiffres d'affaires des entreprises repartiront pour de bon à la hausse. Cela étant, aucun rebond significatif des prix n'est prévu, le désendettement actuel des économies avancées et émergentes excluant d'office cette éventualité.

Nain #4 : Atchoum, les marchés financiers resteront volatiles

Les marchés financiers ont pris froid en 2015, car le pétrole n'est pas la seule matière première à avoir fait le grand saut : 54% pour le minerai de fer, 53% pour le nickel ou encore 50% pour l'acier. Selon nous, les cours des matières premières resteront bas pendant un certain temps mais devraient toucher un point bas en 2016. Cela sera particulièrement vrai pour les matières premières « opérationnelles » (nickel, zinc ou soja), qui sont utilisées comme produits de base par les entreprises et pourraient connaître un timide rebond en 2016. À l'inverse, les perspectives des matières premières « d'investissement » (minerai de fer, acier, cuivre ou charbon) sont moins prometteuses et les cours pourraient à nouveau chuter de 10%. De manière générale,

-15%

baisse anticipée des cours du pétrole par rapport à 2015



© Image courtesy of Stefan Schubert, Xubaet, Flickr.com under creative commons license 2.0

les métaux sont très exposés à la Chine et à son rééquilibrage. Même si la Chine ne ralentissait pas en 2016, le fait que la consommation remplace l'investissement comme principal moteur de la croissance, est plus favorable au pétrole (par exemple) qu'aux métaux. Sans surprise, les difficultés des marchés des matières premières pèsent sur les devises des pays exportateurs. L'Indonésie, l'Afrique du Sud, le Brésil, le Chili ou le Pérou devraient encore une fois voir leur monnaie céder du terrain.

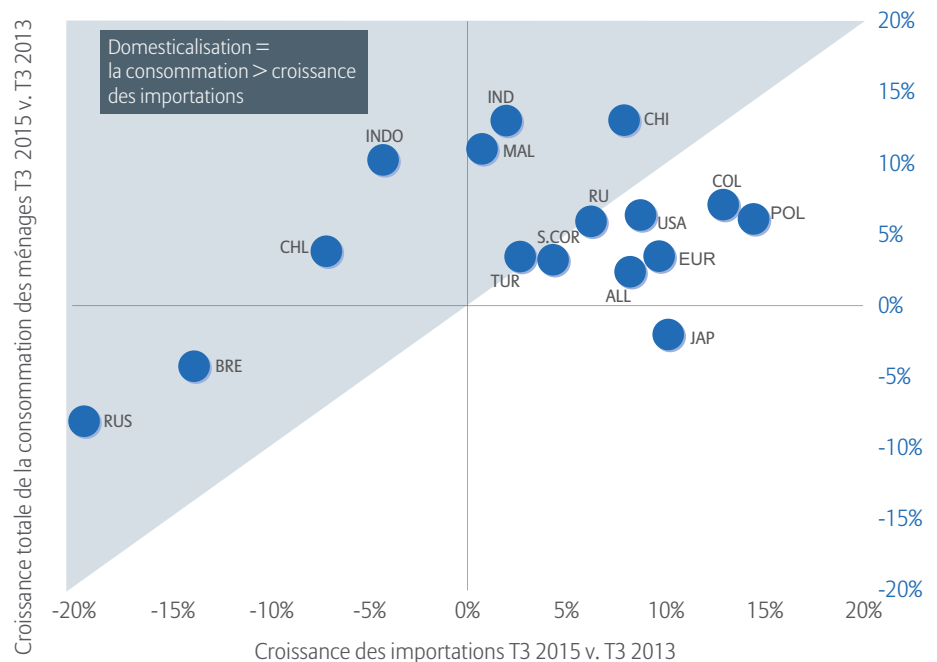
d'abord, l'inflation connaîtra un léger rebond en 2016 alors que les salaires n'augmenteront pas (Europe) ou peu (États-Unis), ce qui limitera la croissance du revenu disponible réel. En d'autres termes, le coup de pouce donné par la baisse des cours du pétrole s'estompera progressivement, entravant l'accroissement de la consommation. Par ailleurs, l'endettement des ménages reste élevé, notamment dans les pays développés, ce qui signifie qu'une partie des économies réalisées sera affectée à l'épargne. Ensuite, et surtout, la tendance

au « repli sur soi » des pays nous semble monter en puissance, avec pour manifestations concrètes des mesures protectionnistes et la fermeture des comptes de capitaux, ou encore une croissance de la consommation supérieure à celle des importations depuis 2013 (sachant que, par exemple, la consommation de services augmente) (graphique 3). Cette situation est particulièrement frappante dans les pays émergents tels que l'Inde, où la consommation a grimpé de +13,2% depuis 2013 alors que les importations ont progressé de 2%. ▶

Nain #5 : le Joyeux consommateur qui ne sauvera pas le monde

Depuis environ un an, la consommation des ménages est le rayon de soleil de l'économie mondiale. Dans les économies avancées, grâce à la faiblesse des cours du pétrole, la baisse du chômage et la détente des conditions de crédit, elle a bien résisté au « grand bazar mondial ». Ainsi, les ventes au détail dans la zone euro sont passées de +0% en glissement annuel en juin 2014 à +1,7% en septembre 2015. Mais surtout, les ménages sont plus enclins à faire des achats de long terme, comme en témoigne l'augmentation des ventes de voitures (+8,3% en glissement annuel dans la zone et +6% aux États-Unis), preuve qu'ils envisagent l'avenir avec plus de confiance. Pourtant, il existe au moins deux raisons qui empêcheront le Joyeux consommateur de doper l'économie mondiale. Tout

Graphique 3 Croissance des imports et croissance de la consommation (depuis 2013, en volume)



Sources : FMI, Banque Mondiale, IHS, Euler Hermes

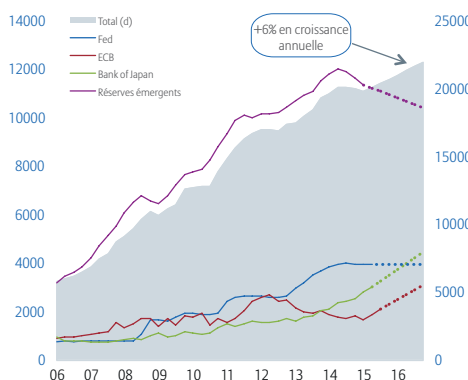
Nain #6 : Prof et son Policy mix sont de retour

Malgré la baisse des réserves de change des marchés émergents, la liquidité mondiale devrait rester abondante. Grâce à la Banque du Japon (BoJ), la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque populaire de Chine (PBoC), elle devrait progresser d'au moins +6% en 2016 (graphique 4).

La BoJ a récemment affiné son assouplissement monétaire, notamment en augmentant les achats d'actions d'entreprises « investissant de manière proactive dans le capital humain et physique ». En Chine, l'anémie durable de l'inflation et le ralentissement de la croissance des investissements présagent d'un nouvel assouplissement à court terme. La BCE n'a pas dévoilé de renforcement de ses achats mensuels d'actifs, mais nous pensons qu'elle le fera en 2016; le programme d'assouplissement quantitatif durera jusqu'en 2017 au moins. De son côté, même si elle a relevé ses taux pour la première fois en neuf ans, la Fed continuera de réinvestir le produit des obligations arrivées à échéance dans son bilan.

Parallèlement, dans certaines grandes économies, la politique budgétaire devrait cesser de freiner l'activité et même légèrement la soutenir : le fardeau va progressivement devenir un moteur. En Chine, la forte augmentation des dépenses publiques permet de maintenir la croissance sur les rails. Cette situation devrait perdurer l'an prochain, l'économie continuant de montrer des signes de faiblesse. Au Japon, le gouvernement continue de tout mettre en œuvre pour doper la

Graphique 4 Réserves des marchés émergents et base monétaire des pays développés (mds USD)



Sources : IHS, Euler Hermes

+6%
croissance de la
liquidité mondiale
en 2016

croissance, avec un programme de relance supplémentaire représentant 0,6 point de PIB. De nouvelles mesures pro croissance ont été annoncées, y compris une hausse de +3% du salaire minimum et une réduction de l'impôt sur les sociétés. Dans la zone euro, l'accueil et l'hébergement des réfugiés ainsi que le renforcement de la lutte contre le terrorisme devraient inciter les États à délier les cordons de la bourse.

Nain #7 : Attention au Simplet du risque politique

Les incertitudes politiques et institutionnelles pourraient continuer de poser problème. Premièrement, l'héritage du passé restera fort en 2016 : l'Union européenne (UE) a annoncé que les sanctions économiques contre la Russie étaient prolongées jusqu'en juillet 2016 tandis que le risque de conflit reste élevé au Moyen Orient, avec l'effondrement de l'État au Yémen et l'instabilité politique en Syrie. La montée des tensions sociales dans certaines grandes économies est une autre source d'inquiétude. Au Brésil et en Afrique du Sud, la dégradation des perspectives économiques et la montée du chômage se traduisent par un mécontentement croissant. Par ailleurs, les élections apporteront leur lot d'incertitudes. L'élection présidentielle américaine sera bien évidemment décisive et pourrait changer la donne sur le long terme.

Aux Philippines, le choix du nouveau président pourrait entraîner une profonde modification des perspectives économiques, car le président en fonction a remis l'économie sur pied et son successeur devra maintenir le cap des réformes pour améliorer le potentiel à long terme. À Taiwan, l'élection présidentielle pourrait bouleverser les relations avec la Chine.

Enfin, des évolutions institutionnelles potentielles pourraient générer des perturbations, notamment l'interminable feuilleton grec ou le risque d'un « Brexit ». Si le Royaume-Uni se prononce en faveur d'une sortie de l'UE, il faudra minima réorganiser certaines institutions européennes.

Blanche Neige s'éveille – et le cycle d'investissement fait de même

Le début d'un cycle d'investissement est déterminant pour asseoir une reprise pérenne. Jusqu'à présent, l'investissement était à la traîne, notamment dans les pays développés. C'est la raison pour laquelle la demande intérieure réelle de la zone euro, par exemple, reste inférieure de plus de 3% au niveau d'avant crise. Élément essentiel : l'investissement est non seulement une source de demande (et de croissance économique) à court terme, mais aussi un déterminant primordial du potentiel de croissance à long terme. Par le passé,



© Can Stock Photo Inc. / Nicoletalonescu



et contrairement à la croyance populaire, les principaux freins à l'investissement dans les pays développés se trouvaient au niveau des dépenses résidentielles et publiques, ces dernières reculant actuellement de -10% en glissement annuel en Europe. Même si la baisse devrait ralentir en 2016, nous n'attendons pas de rebond rapide.

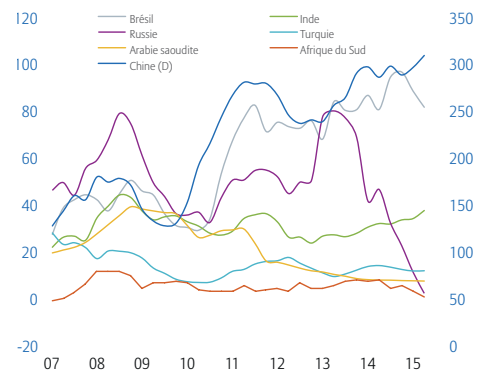
Nous anticipons en revanche un frémissement de l'activité immobilière dans la zone euro et aux États-Unis à la faveur de l'embellie sur les fronts de l'emploi, des perspectives de revenus et des conditions de crédit, mais aussi de l'absence d'alternative d'investissement intéressante. Aux États-Unis, le redémarrage devrait être plus rapide car le désendettement des ménages est nettement plus avancé qu'en Europe. Parallèlement, le cycle d'investissement des entreprises européennes repart. À +5,4% en glissement annuel, l'investissement réel des entreprises du Vieux Continent dépasse enfin celui des entreprises américaines (pénalisé par la baisse de -1,2% des dépenses de structures dans le secteur de l'exploration production). Ce redémarrage s'explique par quatre facteurs : augmentation des chiffres d'affaires, amélioration de la rentabilité, poursuite de la baisse du coût réel du capital et trésors de guerre conséquents aux bilans des entreprises. L'argent pourrait également aller s'investir à l'étranger. En effet, compte tenu de l'extrême faiblesse des prix des actifs émergents et de leur indéniable potentiel sur le long terme, les investissements directs étrangers (IDE) pourraient s'inten-

sifier dans certains pays. À la fin du deuxième trimestre 2015 et malgré la pire récession de ces trente dernières années, les IDE annuels au Brésil restaient supérieurs à ceux de 2012/2013 (graphique 5).

Attention au poison des défaillances

Après six années consécutives de baisse, les défaillances d'entreprises devraient repartir à la hausse (+1% en 2016, graphique 6). Le manque de dynamisme de la croissance et la volatilité

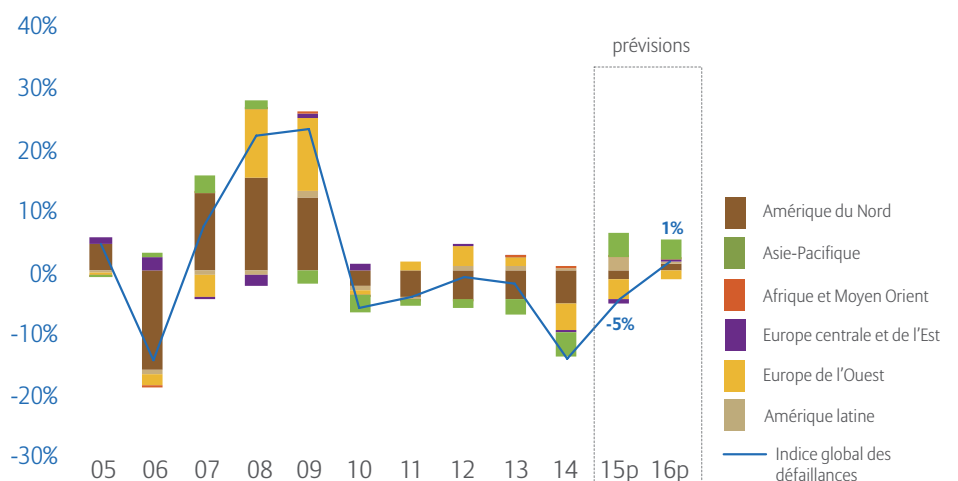
Graphique 5 IDE entrants dans quelques pays émergents (mds USD, annuel)



Sources : IHS, FMI-IFS, Euler Hermes

pèseront sur les chiffres d'affaires et les marges des entreprises. L'augmentation des défaillances sera le résultat de deux mouvements de fond : (i) le ralentissement des économies émergentes, Chine et Amérique latine en tête, où les défaillances devraient grimper de respectivement +20% et +14% et (ii) la fin de la phase de reprise aux États-Unis et au Royaume-Uni. Après être tombées à des points bas historiques, les faillites devraient y progresser de +3% et +5% en 2016. Les perspectives semblent mieux orientées dans la zone euro, où nous anticipons un repli de 6% l'an prochain, même si cet excellent chiffre cache des disparités importantes. Avec un repli de 10%, l'Espagne et l'Irlande caracolent en tête (mais partent de niveaux très élevés). En Allemagne, les défaillances reculeront peu (2%). De leur côté, France et Italie signeront une deuxième année de baisse (respectivement 3% et 8%). ■

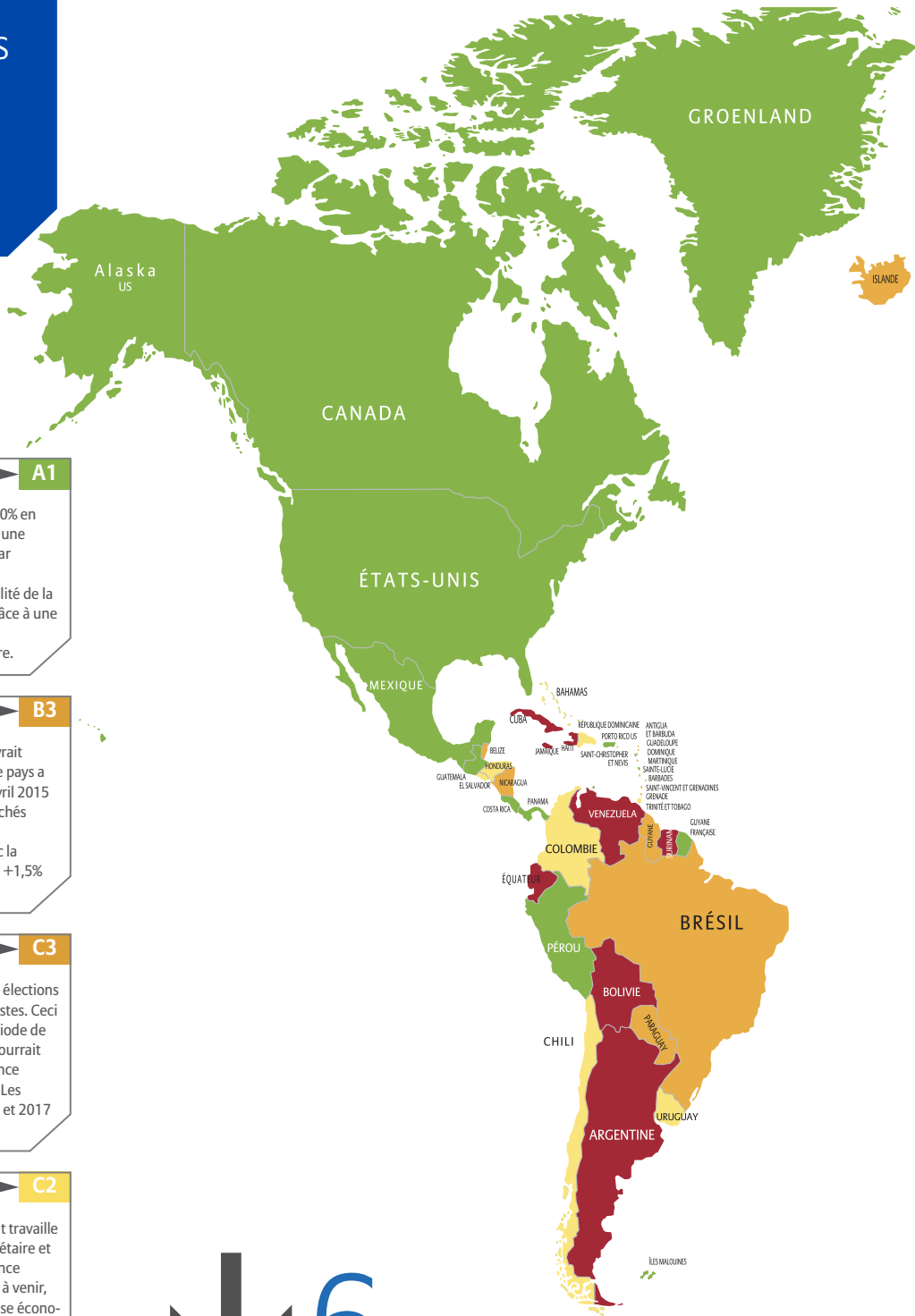
Graphique 6 Indice Euler Hermes des défaillances mondiales (Base 100 = 2000)



Sources : Données nationales, prévisions Euler Hermes

Évolution des risques pays

À FIN T4 2015



IRLANDE BB2 → A1

La forte croissance du PIB réel (+6,0% en 2015 et +5,0% en 2016) engendre une augmentation importante du PIB par habitant. Le déficit budgétaire s'est rapidement résorbé et la soutenabilité de la dette s'est nettement améliorée grâce à une croissance nominale élevée et à l'assainissement du secteur bancaire.

CHYPRE B4 → B3

Le plan de sauvetage de Chypre devrait arriver à son terme d'ici mi-2016. Le pays a levé son contrôle des capitaux en avril 2015 et a fait un retour réussi sur les marchés obligataires empruntant à bas taux. L'économie chypriote a renoué avec la croissance. Le PIB devrait croître de +1,5% en 2015 et +2% en 2016.

CÔTE D'IVOIRE D3 → C3

En octobre 2015, le pays a tenu des élections présidentielles estimées libres et justes. Ceci devrait marquer le début d'une période de stabilité accrue et la Côte d'Ivoire pourrait ainsi regagner son statut de puissance économique en Afrique de l'Ouest. Les prévisions de croissance pour 2016 et 2017 se situent autour de 7% voire plus.

HONDURAS C3 → C2

Soutenu par le FMI le gouvernement travaille à l'amélioration de l'équilibre budgétaire et de la balance extérieure. La croissance devrait rester forte dans les années à venir, profitant du pétrole bas, de la reprise économique américaine (transfert de fonds et exportations) et du flux accru d'IDE entrants. La confiance des entreprises s'améliore.

↓ 6
détériorations

↑ 4
améliorations

BRUNEI BB1 → BB2

La production de pétrole et de gaz représente 70% du PIB et plus de 90% des exportations. La croissance (-1,5%), la capacité de financement du gouvernement (-15% du PIB) et la balance courante (-3,1% du PIB) se sont nettement détériorées en 2015. Le risque est alimenté par la faiblesse des prix des matières premières et de la demande externe.

CHILI A1 → A2

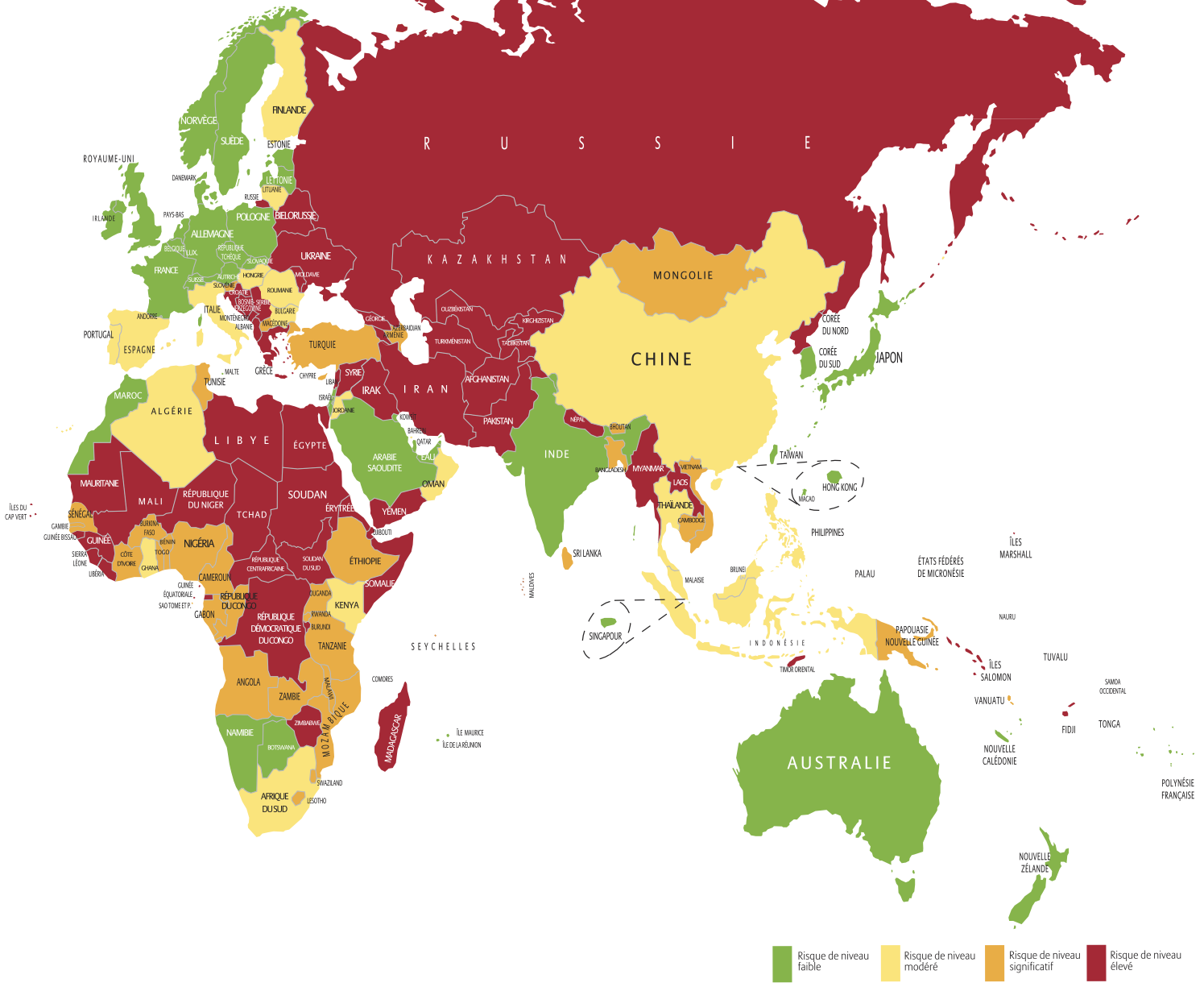
Les exportations pâtissent du ralentissement chinois et de la chute du prix du cuivre. Le CLP a perdu -25% face au dollar depuis le pic de juillet 2014. Une politique monétaire plus restrictive a entraîné une hausse des taux d'intérêt et un ralentissement du crédit. La croissance restera molle en 2015-2016 (+2%).

COLOMBIE BB1 → BB2

La chute du prix du pétrole et la récession économique dans les pays limitrophes (Équateur et Venezuela) ont entraîné une forte chute des exportations. Le COP a perdu -50% face au dollar depuis le pic de juillet 2014. La croissance restera en dessous des 3% en 2015-2016.

10 changements de notes de risque pays au 4^e trimestre 2015

ÉTUDES MACROÉCONOMIQUES ET RISQUES PAYS



ÉQUATEUR C3 → C4

La chute des prix du pétrole (50% des exportations) a durement affecté l'économie du pays. L'Équateur devrait entrer en récession en 2016 avec une contraction du PIB de -1,1% en 2016. Dans ce pays dollarisé, l'augmentation des taux de la FED affectera la croissance du crédit ainsi que la compétitivité des exportations.

OMAN BB1 → BB2

Le pétrole compte pour près de 50% du PIB et 80% des revenus du gouvernement. Les prix de l'énergie bas vont entraîner un creusement du déficit fiscal et du déficit courant. Les dépenses publiques élevées seront financées par une augmentation de la dette publique. La croissance du PIB sera limitée à 4% sur la période 2015-2017.

AFRIQUE DU SUD BB1 → BB2

Des rigidités structurelles limitent la croissance économique du pays, notamment le manque de main d'œuvre qualifiée, la création d'emploi limitée, les goulots d'étranglement dans les infrastructures et les contraintes persistantes sur la balance des paiements. Le PIB est embourbé dans une période prolongée de croissance faible et devrait atteindre +2% en 2016 ainsi qu'en 2017.

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.



Déjà parus :

N° 1205-1206

■ Conjoncture et risques économiques

Tempête, brouillard et embellies — Quel temps pour la croissance mondiale ?

N° 1207

■ Les défaillances d'entreprises dans le monde

Coupe du Monde 2014 des défaillances d'entreprises — Qui en encaissera le moins ?

N° 1208-1209

■ Conjoncture, risques économiques et secteurs internationaux

La croissance, ce géant au pied d'argile — 10 histoires sectorielles pour expliquer la fragilité macroéconomique

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 secteur 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

À paraître :

N° 1223

■ Secteurs internationaux

The Economic Talk



Daniela Ordoñez
Economics Editor | Euler Hermes

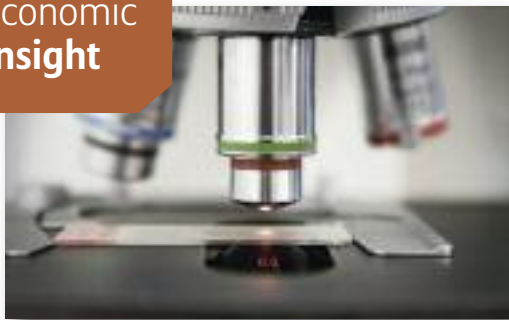
www.youtube.com

Weekly Export Risk Outlook



www.eulerhermes.com/economic-research

Economic Insight



www.eulerhermes.com/economic-research

- Expo Brexit me if you can: Companies to suffer the most ▶ 2015-11-30
- Trans-Pacific Partnership: a TIPPING point for global trade? ▶ 2015-11-24
- Expo Milano 2015: The end or the beginning? ▶ 2015-10-20
- United States: Trying to feel the export pulse ▶ 2015-10-12
- Germany and the Netherlands: Rivals on the football field, partners in the export game? ▶ 2015-09-23
- Iran: Back in the game? ▶ 2015-09-15
- China: Great Wall, Great Mall, Great Fall? Not really... ▶ 2015-09-09
- The Fed quake: Who will bear the brunts? ▶ 2015-08-06
- Cuba: Viva la (economic) Revolution ▶ 2015-08-01

Country Report



Mise à jour du 18 décembre 2015

www.eulerhermes.com/economic-research

- | | | |
|------------------|--------------|-------------------|
| ■ Afrique du Sud | ■ Gabon | ■ Malta |
| ■ Bolivie | ■ Guatemala | ■ Mozambique |
| ■ Chypre | ■ Honduras | ■ Namibie |
| ■ Colombie | ■ Irlande | ■ Oman |
| ■ Cote d'Ivoire | ■ Islande | ■ Ouganda |
| ■ El Salvador | ■ Israël | ■ Panama |
| ■ Équateur | ■ Lettonie | ■ Philippines |
| ■ Estonie | ■ Lituanie | ■ Thaïlande |
| ■ États-Unis | ■ Luxembourg | ■ Trinidad Tobago |
| ■ Éthiopie | ■ Mali | ■ Vietnam |

Industry Report



www.eulerhermes.com/economic-research

- French agrifood ▶ November 2015
- U.S agrifood ▶ November 2015
- Germany's agrifood ▶ October 2015
- Construction in France ▶ October 2015
- Construction in Germany ▶ October 2015
- US Auto Industry Outlook ▶ September 2015
- US Steel Industry Outlook ▶ July 2015
- US Construction ▶ July 2015

Global Sector Report



Mise à jour de juillet

www.eulerhermes.com/economic-research

- | | |
|-----------------------|----------------------------|
| ■ Aéronautique | ■ Machinerie et Équipement |
| ■ Agroalimentaire | ■ Métal |
| ■ Automobile | ■ Papier |
| ■ Chimie | ■ Pharmacie |
| ■ Construction | ■ Distribution |
| ■ Énergie | ■ Textile |
| ■ Équipement du foyer | ■ Transport |
| ■ TIC | |

Implantations

Siège social :
Euler Hermes Group
1, place des Saisons
92078 Paris La Défense - France
Tel.: + 33 (0) 1 84 11 50 50

www.eulerhermes.com

🇿🇦 Afrique du Sud

Euler Hermes – South Africa
The Firs
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 0

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 Emirats 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 Hong Kong Services Ltd
Korea Liaison Office
Rm 1411, 14/F, Sayong Platinum Bldg,
156, Cheokseon-dong, Chongro-ku
Séoul 110-052
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: +97142116000

▶ 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
Island East
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 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
Summitmas II Building, 9th floor
Jl. Jenderal Sudirman Kav 61-62
Jakarta 12190
Tel: +62 21 252 2470 ext.6100

▶ 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.: +97 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 Europe SA, Japan Branch
Kyobashi Nishshoku Bldg. 7F
8-7 Kyobashi, 1-chome
Chuo-Ku
Tokyo 104-0094
Tel.: +81 3 3538 5403

► **Koweït**

Contacteur Émirats Arabes Unis

► **Lettonie**

Contacteur Finlande

► **Lituanie**

Contacteur Finlande

► **Malaisie**

Euler Hermes Singapore Services Pte Ltd,
Malaysia Branch
Suite 3B-13-7, Level 13, Block 3B
Plaza Sentral, Jalan Stesen Sentral 5,
50470 Kuala Lumpur
Tel.: +603 2264 8556 (or 8599)

► **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
Level 1, 152 Fanshawe Street
Auckland 1010
Tel.: +649 354 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 9999 / 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 Ubezpieczen
Euler Hermes SA
ul. Domaniewska 50 B
02-672 Varsovie
Tel.: +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

NjtVphZ,Qid

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 3729

► **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
Richtplatz 1
Postfach
8304 Wallisellen
Tel.: +41 44 283 65 65
Tel.: +41 44 283 65 85 (Reinsurance AG)

► **Taiwan**

Contacteur Hong Kong

► **Thaïlande**

Allianz C.P. General Insurance Co., Ltd.
323 United Center Building
30th Floor
Silom Road
Bangrak, Bangkok 10500
Tel.: +66 (0)2 231 1333

► **Tunisie**

Contacteur Italie

► **Turquie**

Euler Hermes Sigorta A.S.
Büyükdere Cad. No:100-102
Maya Akar Center Kat:7 Esentepe
34394 Şişli/İstanbul
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.