

Le Bulletin Économique N° 1233-1234 Printemps 2017

Les dossiers

www.eulerhermes.fr

CE DOCUMENT

est un extrait de notre Bulletin économique N° 1233-1234 (Printemps 2017).

Pour recevoir ce numéro et vous abonner à nos publications, merci d'adresser votre demande à : research@eulerhermes.com

Le commerce de détail disrupté

Pression et potentiel
à l'heure du digital



Études économiques



EULER HERMES

Our knowledge serving your success

* Notre savoir au service de votre réussite

A company of **Allianz** 

Sommaire

Études Économiques
Euler Hermes Group

Le Bulletin Économique N° 1233-1234

Les dossiers

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 : 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, Marc Livinec, Didier Moizo (Conseillers sectoriels)

Support : Laetitia Giordanella (Assistante), Ilan Goren (Gestionnaire de contenus), Julien Aymé-Dolla, Georges Dib, Laura Mesbahi (Assistants de recherche)

Édition : Martine Benhadj

Conception graphique : Claire Mabilille

Photo crédit : Images courtesy of Pixabay (public domain under Creative Commons CC0), Images courtesy of unspalsh.com licensed under CC0, Images courtesy of picjumbo.com

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 13 645 323,00 €, RCS Nanterre 552 040 594

Impression : Talesca Imprimeur de Talents – Dépôt légal Printemps 2017 ; issn 1 162 – 2881 ■ *Achévé de rédiger le 16 mai 2017*

3 ÉDITORIAL

4 VUE D'ENSEMBLE

4 La menace liée à la montée de la valeur client et aux dommages collatéraux

5 L'effet darwinien : s'adapter ou disparaître

6 Mesurer le risque du *Digital*

6 Un risque de défaut de paiement en augmentation

7 Vente multicanal, coût de la présence en ligne et mobilité : les trois principaux défis du commerce de détail

9 Résultats du risque *Digital* et Matrice P&P

10 COMMERCE DE DÉTAIL, CARTE DES RISQUES

12 FICHES PAYS COMMERCE DE DÉTAIL Zoom sur les risques du *Digital*

12 Commerce de détail aux États-Unis
Survivre avant de prospérer

13 Commerce de détail au Royaume-Uni
Pas de place pour le laisser-aller

14 Commerce de détail en Allemagne
La marche des géants du *hard discount*

15 Commerce de détail en France
À la recherche de l'innovation perdue

16 Commerce de détail en Corée du Sud
De grosses lacunes dans la stratégie de données

17 Commerce de détail au Japon
La pyramide inversée

18 Commerce de détail en Chine
L'appel d'air de l'O2O

19 Commerce de détail en Inde
Les paris sont ouverts

20 Commerce de détail en Italie
Attraction et répulsion

21 Commerce de détail en Espagne
Vieillir à l'ère du digital

22 Commerce de détail en Russie
Le décalage entre les capacités et les attentes

23 Commerce de détail au Brésil
La chance du débutant s'est envolée

24 RETROUVEZ-NOUS SUR LE WEB

25 NOS DERNIÈRES PUBLICATIONS

26 IMPLANTATIONS



© Image online shopping. Image courtesy of Olu Eletu under CC0, unsplash.com

Sortir des sentiers battus

LUDOVIC SUBRAN

“On ne peut échapper à sa propre époque, aussi révolutionnaire que l’on soit.” Georges Braque

Connecté, segmenté, transcanal, multicanal, intégré, automatisé et optimisé: quel que soit l’angle ou l’adjectif, tout semble se résumer au seul et même méta-buzzword de notre temps: l’expérience client. Il peut être tentant de la rejeter comme un simple effet de mode, mais la quête de l’expérience client est en train de remodeler le commerce de détail, un secteur qui pèse plusieurs milliards. Elle menace également des millions d’emplois, comme les salariés des géants de la distribution en faillite en font quotidiennement l’amère expérience.

Les ventes sont analysées, décomposées puis réassemblées. Le client est décrit sous une multitude d’angles différents. Au fond, la digitalisation n’est pas sans rappeler le cubisme, ce mouvement artistique du début du XXe siècle qui a fait entrer la peinture et la sculpture européennes de plain-pied dans leur époque. Le cubisme a été à l’impressionnisme ce que le digital est au commerce de détail: un outil permettant d’explorer un sujet à fond et de répondre aux besoins de la multitude. Il déconstruit et il redéfinit. Amazon et Alibaba sont les toiles du secteur et l’expérience client équivaut à la visite d’une exposition.

L’enfant du millénaire qui est en chacun de nous ne se soucie guère des musées archaïques et poussiéreux, trop occupé qu’il est à faire du *shopping* mobile sur son *smartphone* et à partager ses impressions avec ses *cyber-amis*. Ce Client 3.0 aime rédiger des opinions immédiates, comparer les prix et expérimenter en ligne et hors ligne: 80 % des consommateurs des générations Y et Z ont plus de chance de visiter un magasin si celui-ci propose une expérience de réalité virtuelle. C’est un locavore, qui fait passer famille et amis avant tout et préfère les marques discrètes et sous-médiatisées. Pourtant, son pouvoir d’achat devrait éclipser celui des *baby-*

boomers d’ici à 2018 – et c’est bien cela qui change la donne. Mais qu’en est-il de l’impact sur les détaillants? Des *outsiders* se sont aventurés sur ces chasses autrefois gardées, ont conquis des parts de marché et pris les distributeurs traditionnels au dépourvu. Ceux-ci doivent désormais jouer des coudes pour se refaire une place dans ce monde digital en bouleversement permanent. L’alternative n’est guère enthousiasmante: des boutiques obsolètes ferment les unes après les autres et certaines enseignes commencent à considérer les grands magasins comme un fardeau plus qu’un atout. Les différences traditionnelles entre les modèles *Business-to-Business* (B2B) et *Business-to-Consumer* (B2C) sont surfaites et vides de sens car aujourd’hui tout est devenu du commerce de détail exponentiel et *People-to-People* (P2P). Quant aux intermédiaires, ils doivent faire la preuve de leur valeur ajoutée. Le commerce traditionnel en magasin est-il voué aux gémonies? L’impressionnisme a-t-il disparu lorsque le futurisme est venu révolutionner l’art? Dans les deux cas, la réponse est non. Tout est une question d’adaptation. Certes, le commerce et l’art d’élite n’ont pas grand-chose en commun, mais dans un cas comme dans l’autre, la capacité à rester en phase avec l’air du temps est essentielle. Le secteur de la vente au détail a mûri, les détaillants doivent donc en faire autant. Une forte présence du digital peut renforcer une marque, sur le plan national comme à l’international, faciliter l’accès aux marchés et même dynamiser les ventes. Pour cela, les entreprises doivent traiter l’univers connecté comme un moyen et non une fin, comme un outil stratégique plutôt qu’une stratégie en soi. Certes, la vente multicanal, la mobilité et les mégadonnées (*big data*) changent la donne, mais le plus important c’est d’être capable de réinitialiser les mentalités.

VUE
D'ENSEMBLE

Le commerce de détail à l'ère du digital

Pression au changement et potentiel d'adaptation

FARAH ALLOUCHE, MAXIME LEMERLE, LUDOVIC SUBRAN

■ Les ventes au détail ont progressé au rythme de +4,8 % l'an au cours des dix dernières années (en valeur). Alors que l'activité en ligne ne représentait que 9 % des ventes en 2016, elle devrait atteindre 15 % d'ici à 2020. Cette accélération est alimentée aussi bien par l'offre que par la demande, à mesure que la génération du numérique et les plateformes commerciales¹ bouleversent et restructurent le secteur. L'élimination des intermédiaires génère une croissance et des risques exponentiels.

■ Des guerres des prix impitoyables ont épuisé les ressources financières de nombreux acteurs traditionnels, qui n'ont pas réussi à s'adapter à la digitalisation de la chaîne d'approvisionnement ni à répondre à l'enjeu de plus en plus important de l'expérience client (CX). La rentabilité (EBIT) a chuté à 5,7 % en 2016, contre 8 % en 2011. Les grands distributeurs ont payé un lourd tribut: le nombre de faillites majeures (celles d'entreprises au chiffre d'affaires supérieur à 10 millions de USD) a grimpé en flèche de +66 % en 2016 au plan mondial.

■ Pour prévenir les difficultés financières, bon nombre d'acteurs du commerce de détail sont passés à l'offensive. En 2016, ils ont dépensé au total la somme faramineuse de 2 billions de USD pour acquérir des entreprises de technologie, soit une augmentation spectaculaire par rapport aux 148 milliards de USD investis en 2014.

■ L'étude d'Euler Hermes sur la digitalisation du commerce de détail ou *Digitail* (contraction de l'anglais « *Digital Retail* ») évalue les risques liés à

la transformation numérique rapide de ce secteur. C'est une évaluation de la pression en faveur du digital et du potentiel d'adaptation au digital sur la base de dix indicateurs dans douze pays. Elle exploite des données secondaires telles que les statistiques financières et nationales, ainsi que l'analyse des 1 500 experts du risque qui travaillent pour Euler Hermes dans le monde entier. La vente multicanal, le coût de la présence en ligne et la mobilité sont perçus comme les trois principaux facteurs de bouleversement du secteur. On observe pourtant d'importantes divergences régionales et locales.

■ Des fiches pays approfondies sont disponibles pour chacun des 12 pays analysés. Quatre groupes se dégagent de l'étude:

✓ Le premier groupe, composé des États-Unis, du Royaume-Uni, de l'Allemagne et de la Corée du Sud, est celui où la pression du digital sur le commerce de détail est la plus intense. C'est aussi celui où la plupart des détaillants sont bien placés pour mettre en œuvre de tels changements.

✓ Dans le deuxième groupe, la France et le Japon, ainsi que l'Italie et l'Espagne dans une moindre mesure, font face à de fortes pressions des clients en faveur du changement mais leur capacité d'adaptation est limitée.

✓ La Chine et l'Inde sont bien conscientes du potentiel lié au digital mais les pressions externes sont maîtrisées.

✓ Enfin, au Brésil et en Russie, le secteur de la vente au détail est obsolète et les acteurs du marché sont confrontés à des difficultés structurelles.

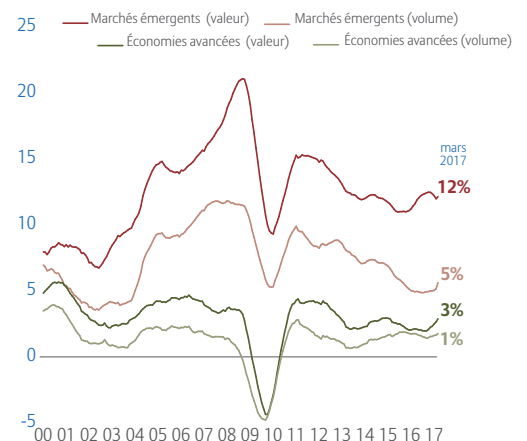
¹ Une plateforme est un modèle d'entreprise qui crée de la valeur en facilitant les échanges entre deux ou plusieurs groupes interdépendants, généralement des consommateurs et des producteurs. Afin de rendre ces échanges possibles, les plateformes regroupent des utilisateurs et des ressources et établissent de grands réseaux évolutifs accessibles à la demande. Elles créent des communautés et des marchés qui exercent des effets de réseau permettant aux utilisateurs d'interagir et de commercer. De la même manière que Facebook, Uber ou Alibaba, ces sociétés ne créent rien directement et contrôlent leurs stocks via une chaîne d'approvisionnement similaire à celle des entreprises ayant un modèle linéaire. Les plateformes ne sont pas propriétaires des outils de production, mais créent des outils de connexion.

La menace liée à la montée de la valeur client et aux dommages collatéraux

Le commerce de détail est parvenu à un carrefour décisif: l'ensemble de son modèle économique a besoin d'être sérieusement repensé. Après une décennie au cours de laquelle les ventes au détail ont cru de +4,8 % l'an en moyenne, un chiffre solide compte tenu de l'effondrement de 2008-2009, l'expansion du secteur n'est tout simplement pas assez rapide.

En 2016, cette gigantesque industrie pèse 15 billions de USD. Et pourtant, le rythme de croissance des ventes a ralenti pour atteindre +5 %, et l'amélioration attendue en 2017 sera limitée

Graphique 1 Ventes au détail dans les économies avancées et les marchés émergents en %, 12m/12m

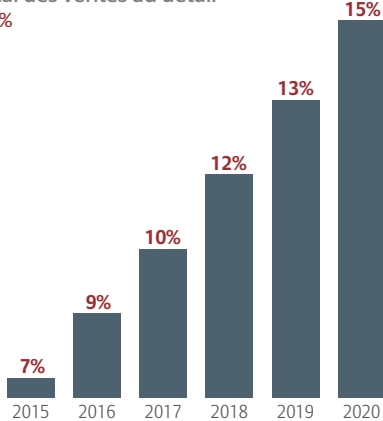


Sources: IHS, Euler Hermes

11

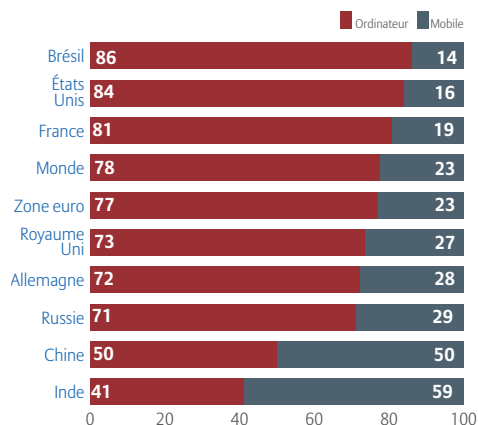
Nombre moyen
de pays où opèrent
les 250 plus grands
détaillants mondiaux

Graphique 2 Part du e-commerce dans le total des ventes au détail en %



Sources : Centre for Retail Research, eMarketer, Euler Hermes

Graphique 3 Ventes via mobile vs. ordinateur en % du total des ventes en ligne



Sources : eMarketer, Euler Hermes

(+6%) et principalement due à un effet de prix. Dit autrement, le redressement des prix n'est tout simplement pas suffisant pour compenser la croissance atone en volume. Dans les économies avancées, la croissance du volume des ventes devrait plafonner à +1,5%, comme cela a été le cas durant la plus grande partie de la dernière décennie. De leur côté, les marchés émergents devraient croître plus rapidement et atteindre +7%, mais ce rythme de croissance ne représente que la moitié du rythme moyen affiché lors de la dernière décennie (cf. graphique 1). Ce ralentissement de la croissance constitue un avertissement pour l'ensemble du commerce de détail.

L'expansion rapide des activités en ligne représente un autre facteur de risque. L'e-commerce ne représentait que 7 % du total des ventes au détail en 2015. Nous estimons qu'il devrait atteindre 15 % en 2020 grâce au développement rapide de l'accès à l'Internet, qui est passé de 7 % de la population mondiale en l'an 2000 à 44 % aujourd'hui. Dans les économies avancées, les taux de pénétration de l'Internet dépassent 80 % des ménages (ex. 86 % en Allemagne, 84 % en Corée du Sud). Certains pays ont connu un bond technologique, sautant directement au mobile sans passer par l'ordinateur de bureau. La Russie en est le *recordman* mondial, avec 160 abonnements mobiles pour 100 habitants. En Inde, où le taux de pénétration de l'Internet est faible, le commerce mobile est l'outil préféré pour le shopping en ligne (59 % de l'e-shopping). La

technologie a transformé l'expérience « Walmart » en expérience « Amazon » : plus rapide, plus proche et, dans certains cas, plus facile.

L'effet darwinien : s'adapter ou disparaître

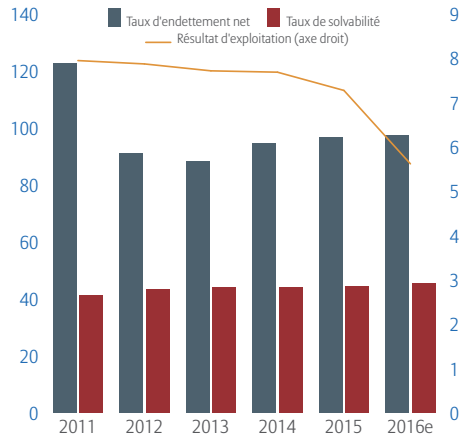
Le commerce de détail a subi un profond changement au cours des 15 dernières années. Tout d'abord, les chaînes mondiales de grands magasins se reposaient sur la **montée en flèche des volumes et de la dette** et leur modèle économique était fondé sur la quantité.

Lorsque l'effet Walmart s'est propagé à travers le monde, les principaux acteurs se sont précipités pour conquérir et dominer les marchés émergents d'Asie, du Brésil ou de la Russie en empilant les dettes (taux d'endettement net de 122 % en 2012). Pourtant, les efforts à fournir pour compenser les marges unitaires faibles se sont avérés plus ardues que prévu et le secteur a dû faire face à certaines réalités pénibles. Les acteurs de la grande distribution avaient massivement investi dans des pays qui étaient rapidement devenus les principaux **contributeurs à la rentabilité, mais pas aux recettes**.

Pour répondre aux attentes « en avoir plus pour moins cher » du Consommateur 2.0 et faire face au ralentissement de la croissance de la richesse des ménages, les détaillants se sont lancés dans une **guerre des prix** sans merci.

Cette guerre des prix a non seulement gommé les différences entre acteurs, mais a aussi provoqué un ralentissement brutal des ventes dans plusieurs marchés où d'importants investisse-

Graphique 4 Principaux ratios financiers des détaillants cotés dans douze pays* en %



* États-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, France, Corée du Sud, Japon, Chine, Inde, Italie, Espagne, Russie, Brésil
Sources : Bloomberg, Euler Hermes

5,7 %

EBIT des détaillants en 2016 (contre 8 % en 2011)

► ments n'étaient pas encore pleinement amortis. Cependant, la conséquence la plus directe et cruciale a été une **forte détérioration de la rentabilité**. Les bénéfices avant intérêts et impôts (EBIT) ont chuté à 5,7 % en 2016 contre 8 % en 2011 (cf. graphique 4).

Faute d'une véritable compréhension du changement de comportement des consommateurs, ces guerres des prix étaient, de fait, un combat d'arrière-garde dont la principale conséquence n'a été qu'accroître la course à la massification des achats, et l'union des forces, à la recherche d'économies d'échelle. La seule alternative ? La disparition pure et simple. Les **fusions et acquisitions** ont crû au rythme de +6,2 % l'an entre 2010 et 2016.

D'un autre côté, les **faillites d'entreprises** ont engendré des pertes encore plus importantes. En 2016, le chiffre d'affaires cumulé des dix plus grands distributeurs en faillite a atteint l'impressionnant total de 5,2 milliards de USD, après 6,7 milliards de USD en 2015. Pire encore, le nombre de distributeurs insolubles ayant un

5,2 milliards de USD

CA cumulé des 10 principaux détaillants en faillite en 2016

chiffre d'affaires supérieur ou égal à 10 millions de USD a grimpé de +66 % a/a en 2016. Le cas du détaillant en électronique australien Dick Smith, racheté par la plateforme en ligne Kogan.com, en est un exemple frappant. On peut également citer la société américaine Golfsmith, qui n'a pas réussi à endiguer sa chute de popularité auprès de la clientèle jeune.

Le commerce de détail doit à présent subir une douloureuse – mais nécessaire – phase de consolidation. À l'heure où l'expérience client (CX) passe sur le devant de la scène, la **valeur** devient le maître mot.

La révolution qui a successivement transformé la consommation de masse en chasse aux bonnes affaires, puis en quête de valeur, a obligé les grands distributeurs à s'adapter pour survivre ou à disparaître.

La plupart des détaillants doivent revoir leur modèle économique à présent que des acteurs opérant exclusivement en ligne (*pure players*) pénètrent agressivement le marché. Poussées à investir dans les activités connectées, les sociétés ont souvent échoué à remodeler l'ensemble de leur **chaîne d'approvisionnement** et à proposer cette expérience intégrée que les clients considèrent désormais comme allant de soi.

2015 a finalement marqué une prise de conscience. Les **acquisitions de sociétés technologiques** par les entreprises du commerce de détail ont connu un boom, avec 41 opérations (+173 % a/a) pour une valeur de 786 milliards de USD. Le nombre d'acquisitions s'est stabilisé en 2016 (40), mais la valeur des transactions a grimpé à 2000 milliards de USD. Nous estimons que la tendance devrait se poursuivre en 2017, les détaillants ayant recours à l'intelligence artificielle (IA) pour exploiter la puissance du *big data* et offrir une expérience personnalisée.

En outre, les plateformes se multiplient et font directement concurrence au commerce de détail classique. Selon une estimation d'Accenture, la capitalisation boursière des 15 principales plateformes cotées s'est élevée à 2,6 billions de USD en 2016.

Le commerce de détail va désormais bien au-delà de la simple vente de biens à des particuliers. Il implique toutes les formes imaginables de services, depuis la location au financement en passant par la livraison et l'information. Les détaillants sont donc incités à créer ou à mettre au point une **stratégie de plateforme**.

La question essentielle est de savoir si les détaillants (qu'ils soient traditionnels, en ligne ou les deux) sont en mesure de déterminer comment mettre leur modèle économique à niveau de la

2 000 Mds USD

Valeur totale des acquisitions de sociétés technologiques par les détaillants en 2016

façon la plus efficace possible avant qu'il ne soit trop tard, en conciliant le commerce traditionnel en magasin et la vente en ligne, les vieilles ficelles et les nouveaux besoins. Telle est la nouvelle équation du commerce de détail digital.

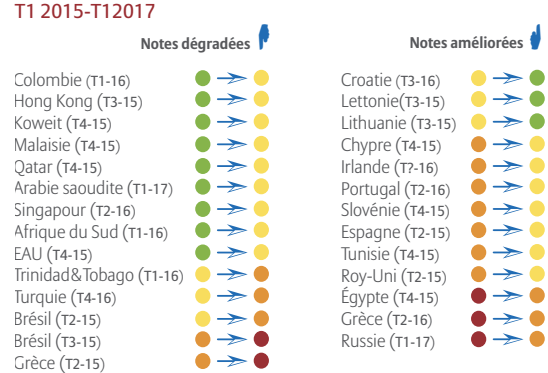
Mesurer le risque du Digital

Dans cette section, nous présentons successivement (i) une vision résumée des risques de défaut de paiement dans le secteur du commerce de détail, (ii) notre étude sur les risques liés à la digitalisation rapide du secteur (*Digitail Risk*), basée sur le jugement des experts risque de Euler Hermes et des données secondaires. L'objectif est de compléter l'analyse traditionnelle et progressive des risques pesant sur les détaillants par une dimension perturbatrice.

Un risque de défaut de paiement en augmentation

À la fin de chaque trimestre, Euler Hermes met à jour son évaluation des risques sectoriels qui mesure le risque de défaut de paiement pour 20 secteurs dans 70 pays en analysant quatre types de risque : ceux liés la demande, à la rentabilité, à la liquidité et à l'environnement des affaires propre à chaque pays. Le résultat est une évaluation du risque sur une échelle à 4 niveaux, allant de « Faible » (des fondamentaux sains avec des perspec-

Graphique 5 Secteur du Commerce de détail : évolution des risques T1 2015-T1 2017



Légende :
 ● Risque faible : bons fondamentaux, perspectives très favorables ou acceptables ;
 ● Risque modéré : signes de fragilités, possible ralentissement ;
 ● Risque significatif : faiblesses structurelles, perspectives défavorables ou très défavorables ;
 ● Risque élevé : crise imminente ou avérée.

Graphique 6 Les 10 défis du commerce de détail

Sur la base des experts risque Euler Hermes de 12 pays
(moyenne des notes de 1 - moins important - à 10 - le plus important)

Source : Euler Hermes

	États-Unis	Royaume-Uni	France	Allemagne	Espagne	Italie	Japan	Brésil	Russie	Inde	Chine	Corée du Sud	Total
Maîtriser l'omni-channeling	10	8	10	3	5	6	9	7	9	10	9	6	7,7
Coût de la présence en ligne	7	9	9	9	9	4	8	10	8	7	8	3	7,6
Parcours client mobile et agile	9	10	1	8	10	7	2	6	5	9	10	8	7,1
Exploiter le big data	8	7	7	4	4	10	3	9	10	6	5	4	6,4
Redéfinir le positionnement	6	6	8	7	6	5	7	4	7	2	6	7	5,9
Prévention du risque de réputation	3	3	6	10	8	9	1	2	3	4	3	9	5,1
Optimiser l'utilisation des marketplaces	4	5	4	6	7	3	6	5	6	3	7	5	5,1
Intégrer de nouvelles méthodes de paiement	5	2	4	5	2	2	4	8	4	5	4	10	4,6
Approvisionnement durable	2	1	3	2	3	8	5	3	2	1	2	2	2,8
Autre	1	4 Cash	5 Innovation marketing	1	1	1	10 Vieillessement de la population	1	1	8 Image de marque	1	1	2,9

tives très favorables ou plutôt bonnes) à « Élevé » (crise imminente ou en cours).

En fin de premier trimestre 2017, le commerce de détail affiche un niveau de risque « Modéré » au plan mondial. Cela dénote la présence de signes de faiblesses et une possibilité de ralentissement dans la plupart des pays analysés (55 %, cf. la carte des risques du commerce de détail). Cela dénote aussi un niveau de risque proche de la moyenne tous secteurs confondus, un peu plus élevé que dans l'industrie pharmaceutique, l'aéronautique et l'agroalimentaire, mais moins élevé que dans la métallurgie, la construction et le textile. Pour autant, une détérioration progressive s'est opérée depuis le T1 2015, avec une détérioration des notes dans 14 pays et une amélioration des notes dans 13 pays.

Vente multicanal, coût de la présence en ligne et mobilité : les trois principaux défis du commerce de détail

Les 1 500 experts du risque d'Euler Hermes suivent 70 millions d'entreprises dans le monde. Dans cette toute première enquête *Digitail*, nous avons interrogé nos spécialistes de l'analyse crédit et de l'évaluation des risques dans 12 pays : France, Allemagne, Royaume-Uni, Italie, Espagne, États-Unis, Brésil, Russie, Corée du Sud, Japon, Chine et Inde. L'objectif était de mener une réflexion sur les défis auxquels le secteur du commerce de détail sera confronté à l'avenir. En termes de hiérarchie des enjeux auxquels les détaillants devront faire face aujourd'hui et au cours des 5 prochaines années, il ressort que les trois principaux sont la vente multicanal, le coût de la présence en ligne et la mobilité :

#1. La vente multicanal, connue sous le terme « omnichanneling », qui désigne l'approche transversale des canaux de ventes. Elle vise à fournir aux clients une expérience de shopping intégrée en ligne (sur mobile ou ordinateur de bureau), par smartphone ou en magasin. Les détaillants peinent à relever ce défi considérable, à briser les barrières et à décloisonner les canaux de distribution aussi bien en ligne que hors ligne. Ce concept s'articule autour du désir de souplesse et d'expérience des consommateurs. Il est question de savoir où et quoi acheter, mais aussi comment payer et où être livré. Les remboursements et les retours sont des problématiques particulièrement épineuses : les retours sont souvent offerts à titre gracieux juste après l'achat.

#2. Le coût de la présence en ligne est devenu un sujet majeur pour les détaillants en phase de transition. La vente en magasin et la vente en ligne sont trop souvent cloisonnées, alors que le client hybride recherche à la fois un magasin bien réel et une plateforme de vente en ligne. Cette dualité peut impliquer des coûts très lourds (infrastructure logicielle et matérielle, double budget *marketing*, etc.), sans leviers de croissance qui permettraient de les compenser à cause de la guerre des prix. D'autre part, les coûts d'acquisition (génération de prospects), de perte de clientèle et de publicité ont considérablement augmenté. Si l'on y ajoute l'obsolescence programmée (optimisation des moteurs de recherche et du référencement, systèmes de paiement, etc.), les investissements nécessaires pour les détaillants traditionnels représentent un défi majeur. ▶





© Image courtesy -shirts-on-rack-with-room



text-picjumbo-com.



► Les objets connectés, les plateformes numériques et les parcours client génèrent d'immenses quantités d'informations alors qu'une expérience intégrée nécessite une analyse rigoureuse (cf. graphique 6). Bon nombre des questions ci-dessus sont communes à la plupart des détaillants à travers le monde. Ils doivent non seulement adopter une approche transnationale mais aussi jongler avec les particularités locales et développer pour cela des stratégies « *locales* » spécifiques. L'analyse détaillée des résultats montre que même si la vente multicanal est perçue comme un objectif critique sur de nombreux marchés clés, notamment les États-Unis, le Royaume-Uni, la France, la Chine, le Japon, l'Inde et la Russie, ce n'est pas une priorité ab-

solue en Allemagne (et même pas une priorité du tout, en réalité), en Italie, en Espagne et en Corée du Sud. Dans ces pays, le risque de réputation fait davantage partie des priorités, tout comme la capacité à assurer la mobilité. De même, si le coût de la présence en ligne a été presque unanimement mentionné comme une priorité absolue, tel n'a pas été le cas en Italie et en Corée du Sud. Idem pour la mobilité, qui n'a pas été jugée importante en France et au Japon. Enfin, le *big data* arrivé au quatrième rang des priorités n'a pas été considéré comme important en Allemagne, en Espagne, au Japon et en Corée du Sud. Quelques spécificités nationales intéressantes sont aussi ressorties de cette étude : le besoin de générer de la trésorerie est considéré comme un défi important

solue en Allemagne (et même pas une priorité du tout, en réalité), en Italie, en Espagne et en Corée du Sud. Dans ces pays, le risque de réputation fait davantage partie des priorités, tout comme la capacité à assurer la mobilité. De même, si le coût de la présence en ligne a été presque unanimement mentionné comme une priorité absolue, tel n'a pas été le cas en Italie et en Corée du Sud. Idem pour la mobilité, qui n'a pas été jugée importante en France et au Japon. Enfin, le *big data* arrivé au quatrième rang des priorités n'a pas été considéré comme important en Allemagne, en Espagne, au Japon et en Corée du Sud. Quelques spécificités nationales intéressantes sont aussi ressorties de cette étude : le besoin de générer de la trésorerie est considéré comme un défi important

FOCUS

Méthodologie

Le risque *Digitail*

Notre étude vise à évaluer les risques liés à la digitalisation rapide du secteur du commerce de détail. Elle se fonde sur dix notes dans douze pays, utilisant des données secondaires (statistiques financières et nationales) ainsi que les résultats de notre première enquête interne auprès de 1 500 experts Euler Hermes de l'évaluation des risques.

Chaque note est établie sur une échelle allant de 1 (risque très faible) à 10 (risque très élevé). Les notes sont ensuite combinées pour calculer deux scores clés évaluant d'une part, la **pression du digital**, et d'autre part, le **potentiel d'adaptation au digital**.

✓ Le premier score évalue l'impulsion exogène donnée au changement, c'est-à-dire la **pression en faveur du digital**. Il donne une mesure des forces extérieures aux entreprises du secteur qui les poussent à repenser leurs stratégies et leurs activités. Ce score est fondé sur trois éléments :

- i) **L'intensité de la guerre des prix**. Lorsque les marges tombent en-dessous des niveaux supportables, les détaillants doivent agir. Deux indicateurs, évalués de façon qualitative par nos experts en commerce de détail, sont combinés : (i) le degré de concentration dans un pays donné, allant de 1 (faible) à 10 (fort) ; et (ii) la part de marché des enseignes de *hard discount* (également de 1 à 10). Selon les experts d'Euler Hermes, l'Allemagne et le Royaume-Uni sont les pays qui connaissent les guerres des prix les plus féroces.
- ii) **L'éventualité d'une recomposition du marché** est représentée par la probabilité d'entrée de nouveaux acteurs sur le marché et la menace de déplacement. En d'autres termes, il s'agit des forces concurrentielles qui pourraient mettre en danger les détaillants existants. Les analystes en risques du commerce de détail d'Euler Hermes estiment que la Chine et l'Inde seront les marchés les plus enclins à une recomposition, principalement en raison de la menace de déplacement.

iii) **La fréquence des achats en ligne** fournit une évaluation quantifiée du degré d'accoutumance des internautes aux nouvelles méthodes d'achat. Notre indicateur est basé sur la moyenne des données d'Ecommerce Europe et de Statista. L'Italie et le Brésil, par exemple, rapportent des niveaux faibles et similaires d'e-acheteurs (34% et 35%, respectivement).

✓ Le deuxième score évalue le degré de **préparation au changement** des détaillants au cours des deux prochaines années, c'est-à-dire le **potentiel d'adaptation au digital**. Il est fondé sur trois composants :

- i) **La solidité financière** des détaillants, résumée par leur rentabilité (EBIT) et leur endettement au cours du temps. Elle est liée au taux d'endettement net, calculé comme la somme des dettes financières à court et long termes, moins les liquidités et équivalents de trésorerie, divisée par les capitaux propres. Les notes les plus élevées se trouvent en Chine et en Inde, bien que le commerce de détail « organisé » reste mineur dans ce dernier pays. Plus la note est élevée, plus les acteurs du secteur sont forts.
- ii) **L'efficacité logistique** (1 = très faible, 10 = très haute) est fondée sur l'indice de performance logistique internationale (iLPI) de la Banque mondiale. Il fournit des évaluations qualitatives sur un pays donné dans six do-

maines : douanes, infrastructure, livraisons internationales, qualité de la logistique, suivi et ponctualité. Les évaluations sont effectuées par des partenaires qui sont tous des professionnels de la logistique travaillant à l'extérieur du pays. La Russie est le pays qui présente la note LPI la plus faible, ouvrant la porte à des opportunités d'amélioration conséquentes à long terme.

iii) **La conscience des enjeux du numérique** évalue l'écart entre la perception locale des grandes priorités par rapport à la moyenne mondiale, telle que rapportée par des experts internes. Plus la note est élevée, plus les détaillants du pays ont conscience de ces enjeux. Sans surprise, les États-Unis arrivent en tête, suivis de l'Inde au deuxième rang puis du Royaume-Uni.

À noter, les deux limites à cette méthodologie : tout d'abord, les informations financières sur les entreprises sont plus ou moins disponibles selon les pays et les sous-secteurs d'activité dans la mesure où nous n'avons étudié que les sociétés cotées (le nombre minimum d'entreprises par pays a été fixé à 5) ; et ensuite, l'e-commerce n'existe pas en tant que secteur à part entière : de nombreuses enseignes traditionnelles (de magasins) tirent une partie de leurs recettes d'activités en ligne, ce qui enlève de la pertinence à la distinction. ■

Graphique 7 Résultats du risque *Digitail*

	Intensité de la guerre des prix		Probabilité de réorganisation du marché		Fréquence des achats en ligne**	PRESSION DIGITALE	Degré de sensibilité aux défis du digital*	Efficacité logistique***	Solidité financière****	POTENTIEL DIGITAL
	Niveau de concentration*	Part de marché des magasins discount*	Probabilité de nouveaux entrants*	Risque de substitution*						
Royaume-Uni	10	10	4	1	10	8	10	8	7	8
États-Unis	4	10	7	7	7	7	10	8	7	8
Corée du sud	7	7	1	7	10	7	1	7	10	6
Allemagne	7	10	1	7	10	8	1	8	7	5
Chine	4	4	7	10	1	5	7	7	10	8
Inde	4	1	4	10	1	4	10	7	10	9
France	7	7	4	7	7	7	4	8	4	5
Japon	7	4	4	7	7	6	1	8	4	4
Italie	10	4	4	4	4	5	7	8	1	5
Espagne	7	7	4	4	4	5	4	7	4	5
Russie	7	4	1	4	1	3	7	5	1	4
Brésil	4	1	1	4	4	3	4	6	1	4
Global	7	6	4	6	6	5	6	7	6	6

* Évaluation des experts-risque locaux (sondage mai-septembre 2016), de 1 (faible) à 10 (très élevé)

** % acheteurs en ligne, Statista and Ecommerce Europe, harmonisation des données Euler Hermes (1=moins de 30 %, 4=entre 30 et 50 %, 7=entre 50 et 70 % et 10=plus de 70 %)

*** Définition du iLPI, Banque Mondiale

**** Bloomberg, 922 entreprises cotées. Compte annuels de 2011 à 2015, estimations 2016 Euler Hermes

au Royaume-Uni, la France lutte avec l'innovation marketing, au Japon c'est le vieillissement du consommateur qui constitue un défi colossal, et la fidélité à la marque et la notoriété sont des questions cruciales en Inde.

Résultats du risque *Digitail* et Matrice P&P

Il est essentiel d'évaluer si les entreprises du commerce de détail sont bien équipées pour faire face à l'évolution de leurs marchés, en particulier celle liée à la digitalisation de leur secteur. Pour répondre à cette question, nous avons développé un score unique, basé sur (i) des sta-

tistiques secondaires permettant d'évaluer les évolutions des fondamentaux et de l'environnement digital du secteur, (ii) des informations exclusives sur la situation financière des sociétés, et (iii) surtout le jugement des experts risque de Euler Hermes, découlant de notre enquête *Digitail*.

Une « matrice P&P » (cf graphique 8) résume de façon graphique le positionnement relatif des pays au regard d'une part de la pression digitale et d'autre part du potentiel d'adaptation à celle-ci. L'objectif est en effet de refléter à la fois l'intensité de la pression que subissent les détaillants pour repenser leur modèle et leur

capacité à entreprendre les changements nécessaires sur une période de deux ans.

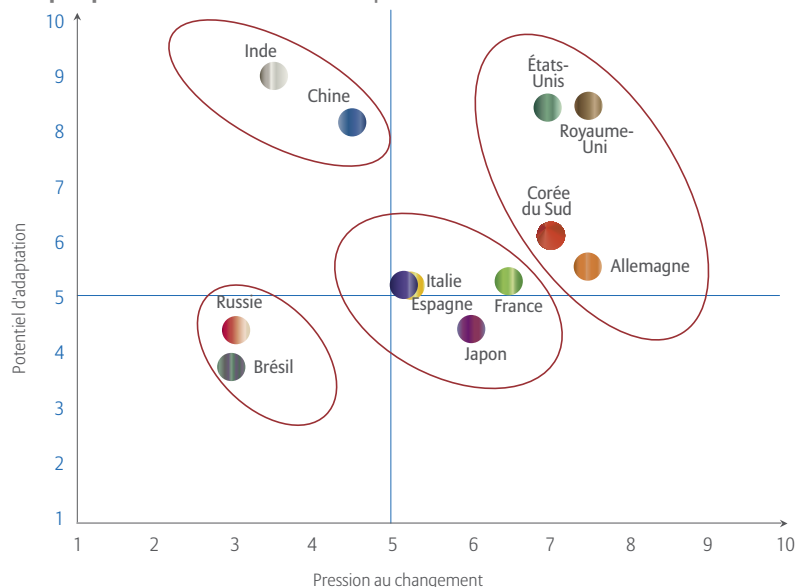
1. Au final, cette étude met en exergue quatre groupes de pays. Ce sont les détaillants des États-Unis, du Royaume-Uni, de l'Allemagne et de la Corée du Sud qui subissent les pressions les plus fortes pour transformer leur modèle d'entreprise, alors que la plupart de ces pays sont bien placés pour adopter de tels changements et s'y adapter. Certains acteurs, cependant, peuvent passer à côté de cette accélération digitale.

2. La France et le Japon, ainsi que l'Italie et l'Espagne dans une moindre mesure, font face à une pression importante des clients et des acteurs du marché. Pourtant, la capacité à entreprendre cette nécessaire transformation et à s'adapter est limitée. Il existe un risque élevé de restructuration bâclée et coûteuse.

3. La Chine et l'Inde bénéficient d'acteurs ingénieux qui ont une conscience aiguë du potentiel que représente la digitalisation pour gagner des parts de marché significatives. Cependant, les obstacles à l'entrée sont importants et le marché reste la chasse gardée des principaux acteurs.

4. Au Brésil et en Russie, le secteur du commerce de détail subit une pression limitée de la part des consommateurs et des nouveaux arrivants. Cela pourrait s'avérer être une bénédiction déguisée, car les détaillants n'ont qu'une capacité limitée à opérer le changement en raison de difficultés financières structurelles. ■

Graphique 8 La matrice P&P du risque



Source : Euler Hermes

Retrouvez-nous sur le web

SITE INTERNET

⇒ www.eulerhermes.fr/etude-economique



APPLICATION MOBILE

⇒ www.eulerhermes.fr/appli-eco



BLOG

⇒ blog.eulerhermes.fr



LES MINUTES DE L'ÉCONOMIE

⇒ www.eulerhermes.fr/minute-eco



SUIVEZ - NOUS

⇒ www.linkedin.com/company/euler-hermes-france
 ⇒ www.twitter.com/eulerhermesFR



Nos dernières publications



⇒ Accéder à la publication



⇒ Accéder à la publication



⇒ Accéder à la publication

15/02/2017	Chemicals: Global Sector Report 2017
15/02/2017	Italy: Still one of the slowest in the region
14/02/2017	15 Unexpected Reasons to read Global Sector Reports on St Valentine's Day
09/02/2017	Construction: Global Sector Report 2017
08/02/2017	Russia: Inventories and net exports curtailed 2016 recession
07/02/2017	Transportation: Global Sector Report 2017
07/02/2017	Textile: Global Sector Report 2017
07/02/2017	Retail: Global Sector Report 2017
07/02/2017	Pharmaceuticals: Global Sector Report 2017
07/02/2017	Paper: Global Sector Report 2017
07/02/2017	Metal: Global Sector Report 2017
07/02/2017	Machinery: Global Sector Report 2017
07/02/2017	Information & Communication Technologies 2017
07/02/2017	Household Equipment Global Sector Report 2017
07/02/2017	Energy: Global Sector Report 2017
06/02/2017	Automotive: Global Sector Report 2017
06/02/2017	Aeronautics: Global Sector Report 2017
06/02/2017	Agrifood: Global Sector Report 2017
01/02/2017	Economic Talk video – Superheroes, sidekicks and villains: The Guardians of the economy
01/02/2017	Insolvencies: The tip of the iceberg
01/02/2017	France: Commencing countdown, engines on
26/01/2017	US: Trump becomes President
20/01/2017	What is The Only Kryptonite Economic Superpowers Know?
18/01/2017	Germany: GDP growth reaches 5-year high in 2016
18/01/2017	Superheroes, sidekicks and villains: The Guardians of the economy
18/01/2017	Economic Talk: Insolvencies, the Tip of the Iceberg
18/01/2017	US policies and forecasts: baseline and alternative scenarios
18/01/2017	Potential impact of new administration's policies on US companies' financial statements
18/01/2017	Policy nudges map 2017-2018
18/01/2017	The Superheroes of the Global Economy in 2017

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 Copenhagen 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 sivuliike
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
Magyarorszagi 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.: +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 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
Şoseaua Pipera 43
014254 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)

► Taïwan

Euler Hermes Taïwan 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/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.