

Conjoncture  
et risques économiques

# Le Bulletin Économique N° 1240-1241-1242 Hiver 2018

[www.eulerhermes.fr](http://www.eulerhermes.fr)

## CE DOCUMENT

est un extrait de notre  
Bulletin économique  
N°1240-1241-1242  
(Hiver 2018).

Pour recevoir ce numéro et  
vous abonner à nos  
publications, merci d'adresser  
votre demande à :

[research@eulerhermes.com](mailto:research@eulerhermes.com)

# La croissance prend son envol

Une croissance mondiale qui s'accélère  
à +3,2%, mais attention au risque  
de grandes défaillances

\* Notre savoir au service de votre réussite

Études économiques



EULER HERMES

Our knowledge serving your success

A company of Allianz 

# Sommaire

Direction des Études Économiques  
d'Euler Hermes Group

**Le Bulletin  
Économique**  
N° 1240-1241-1242

Conjoncture  
et risques économiques

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 :** Alexis Garatti (Responsable), Ana Boata, Stéphane Colliac, Georges Dib, Mahamoud Islam, Dan North, Manfred Stamer (Économistes pays)

**Études sectorielles et défaillances**

**d'entreprises :** Maxime Lemerle (Responsable), Catharina Hillenbrand-Saponar, Marc Livinec, Didier Moizo, Sergey Zuev (Conseillers sectoriels)

**Support :** Laetitia Giordanella (Assistante), Ilan Goren (Gestionnaire de contenus), Julien Aymé-Dolla, Arthur Laroche (Assistants de recherche)

**Édition :** Martine Benhadj

**Conception graphique :** Claire Mabillet

**Photo crédit :** Pixabay (public domain under Creative Commons CC0)

**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](mailto: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 :** Printcorp – Dépôt légal décembre 2017, janvier, février 2018; issn 1 162 – 2881 ■ **Achévé de rédiger le 1er février 2018**

## 3 ÉDITORIAL

### 4 VUE D'ENSEMBLE

La croissance prend son envol

4 Au premier temps de la valse

5 Le pas de deux de la croissance et du commerce

6 Investissement dans les pays avancés : que la fête commence !

6 Pays émergents : tout le monde veut prendre sa place

6 Le risque de rechute : sommes-nous en train de préparer la prochaine crise ?

### 7 FOCUS FRANCE

Sous le soleil exactement

### 8 PERSPECTIVES RÉGIONALES

8 Les États-Unis prêts pour un Marathon

8 En Zone Euro, la croisière s'amuse

9 L'Asie Pacifique en vitesse de croisière

10 En Amérique Latine, le jour d'après

10 Europe Centrale et Orientale : le vent porteur de la croissance

10 Moyen Orient et Afrique : chacun sa route, chacun sa croissance

### 11 DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES

Moins de sinistres, mais plus sévères

11 Des défaillances globalement en recul, nonobstant des divergences régionales

11 Europe de l'Ouest : l'exception britannique

11 États-Unis : retour au niveau d'avant crise

11 Une hausse persistante en Asie, notamment en Chine, et en Afrique

12 Un retournement favorable au Brésil, mais pas pour l'Amérique Latine

12 L'Europe Centrale et Orientale connaîtra une nouvelle amélioration, après une année 2017 difficile

12 Affreux, sales et méchants : des grandes défaillances en hausse

### 13 BILAN FRANCE

Défaillances en baisse, mais davantage de gros tickets

### 14 RETROUVEZ-NOUS SUR LE WEB

### 15 MON ESPACE EH, VOTRE SITE DÉDIÉ



© Image courtesy of pixabay.com. Under CC0 Public Domain alpine-2878031

# Cinq choses vues en 2017 et cinq autres à surveiller en 2018

LUDOVIC SUBRAN

**Xp oñi°i olzzp pēi xp yptxxp°è yÉypzi àÉ°è èppztè è°è np é°t zÉ°è lyléè°Skzzp opèztēp pi àpzèpè xl zÉ°èpxp5**  
**Qu'avons-nous appris en 2017 ?**

**1. Le Monde entier a été en croissance et le commerce mondial a rebondi.** 2017 a été marquée par une synchronisation des cycles économiques aux États-Unis, en Europe et en Chine. La croissance mondiale est allée au-delà des +3 % pour la première fois depuis 2010. Le commerce mondial a repris sa marche en avant avec une croissance de +4,3 % en volume, malgré la rhétorique protectionniste.

**2. Où est passée l'inflation ?** L'absence d'inflation dans une phase d'accélération de la croissance globale est un élément perturbateur pour les banquiers centraux. La digitalisation et les nouveaux modes de consommation ne peuvent tout expliquer.

**3. Le risque politique n'a pas suffi à faire vaciller la croissance.** Malgré les incertitudes aux États-Unis, les tensions dans la péninsule coréenne et dans le Golfe, l'année a été très bonne pour les marchés financiers et pour les entreprises.

**4. Le Monde n'est pas consensuel et le marché n'est pas toujours roi.** En Chine, en Turquie ou en Russie, comme aux États-Unis, c'est au retour d'un État fort auquel on a continué d'assister.

**5. L'argent coule à flots.** 7 000 milliards de dollars de trésorerie dorment dans les bilans des entreprises. Cette accumulation de richesse sans précédent – et c'est vrai aussi pour les ménages – peut à tout moment être utilisée.

**Que pouvons-nous anticiper en 2018 ?**

**1. L'économie mondiale pourrait encore se renforcer.** Les États-Unis et le Monde émergent (hors Chine) devraient voir

leur croissance s'accroître. La Chine continuera à surprendre et l'Europe pourrait bien bénéficier d'une évolution institutionnelle majeure.

**2. Les conditions financières devraient rester favorables.** Face à des banques centrales plus restrictives, le secteur privé continuera à profiter d'une croissance du crédit. Même si d'aventure l'inflation s'accroissait un peu plus, un dollar un peu plus faible est un gros atout.

**3. Les turbulences politiques devraient se poursuivre.** D'Amérique du Sud à la Thaïlande ou à la Malaisie, et d'Italie à la Russie, 2018 aura son lot d'élections et de transitions politiques incertaines. Et le Royaume-Uni et les États-Unis peuvent toujours nous surprendre.

**4. Attention aux déceptions.** Le risque principal est que les attentes ne se réalisent pas. Les risques sous-jacents (la dette aux États-Unis, la courte fenêtre de tir pour agir en Europe, le ralentissement de la croissance chinoise) combinés à une confiance élevée en l'avenir portent en germes de mauvaises surprises et la volatilité associée.

**5. Préparez-vous d'ores et déjà à 2019 :** ça pourrait ne pas ressembler à une promenade de santé. Le ralentissement de la croissance aux États-Unis est presque certain et l'instant de vérité se rapprochera sur de multiples points (la valorisation élevée des marchés financiers, les risques liés au *shadow banking*, le report des réformes structurelles dans des grands pays) : ceci rendra une correction possible.

En attendant, profitons d'une nouvelle année pleine d'audace et de succès, mais n'oubliez pas de serrer votre ceinture !

VUE  
D'ENSEMBLE

# La croissance prend son envol

ÉTUDES MACROÉCONOMIQUES

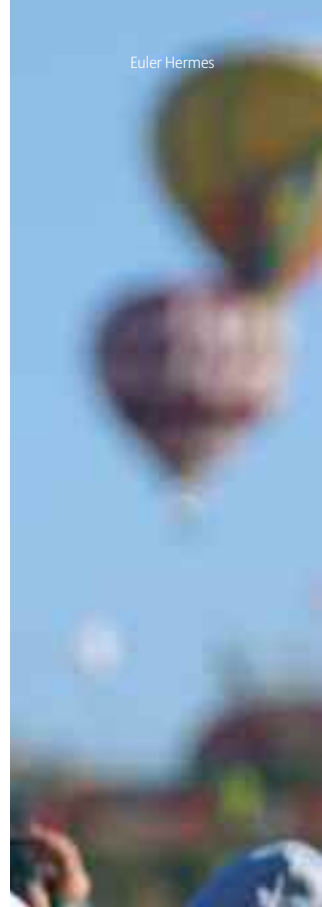
- La croissance mondiale devrait à nouveau atteindre +3,2 % en 2018, comme en 2017 – la meilleure performance depuis 2010.
- Cette croissance sera facilitée par un rebond de l'inflation qui restera modéré.
- L'investissement devrait être le moteur de la croissance, particulièrement dans les économies avancées.
- Les pays émergents se joindront progressivement au mouvement, avec une croissance qui devrait s'accélérer à 3,7 % en 2018, contre 3,3 % en 2017.
- Les politiques économiques seront également au soutien, et expliqueront une partie de l'accélération de la croissance américaine, vers les +2,6 %.

## 5j egRbVRg iRbeh QR aN kNahR

Tout vient à point à qui sait attendre. Dix ans après la pire crise financière depuis celle de 1929, la croissance a finalement réaccélééré en 2017. En 2018, la croissance devrait se poursuivre et bénéficier des mêmes supports. Mais il y a tout de même une différence de taille : en 2018, nous savons tous (entreprises, ménages, gouvernements) que 2018 sera une année de croissance, une nouvelle fois la meilleure depuis 2010, avec +3,2 %. C'est une différence majeure par rapport à l'orée de 2017, quand les incertitudes politiques et un possible plafond de verre risquaient alors de peser sur la croissance.

Pourquoi un tel redémarrage ? Un pessimiste concéderait que l'économie mondiale n'a pas enregistré de choc majeur durant les deux dernières années, ce qui permet à la croissance de rebondir. Cependant, l'accumulation des dettes serait une épée de Damoclès qui devrait nécessairement finir par engendrer des conséquences négatives. En quelque sorte, elles sont déjà à l'œuvre. Par exemple, les défaillances de grandes entreprises ont récemment augmenté (voir notre dossier sur les *défaillances en page 11*).

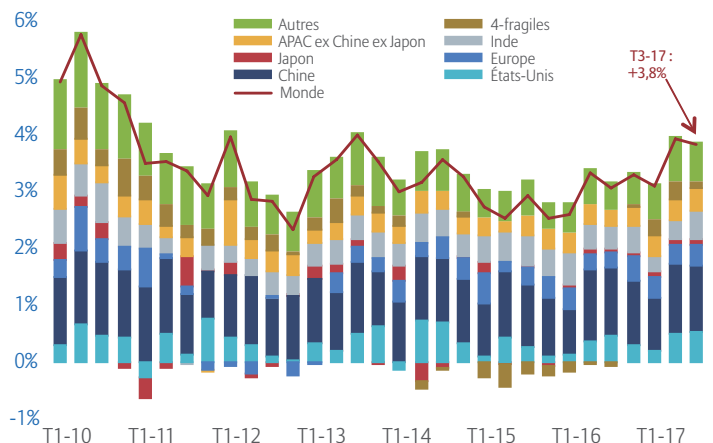
Un optimiste dirait que les choses ont radicalement changé par rapport à 2016. La croissance est désormais au-dessus de sa tendance de long terme, de trois façons : le commerce, l'investissement et dans un nombre croissant de pays émergents. Cependant, comme la prise de risque (l'investissement) se développe à nouveau dans l'économie globale et que la politique économique soutient cette prise de risque, attention au retour de flamme.



# +3,2%

Croissance réelle  
du PIB mondial  
attendue en 2018

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



Sources : policyuncertainty.com, Euler Hermes





© Image courtesy of pixabay.com. Under CC0 Public Domain children-590072

## Le commerce mondial a repris sa croissance en 2017.

Le commerce mondial a repris sa croissance en 2017. Certes, dans ce redémarrage certains effets ne se répéteront pas à l'avenir. Le rebond des prix, lié à la progression des prix du pétrole fait partie de ceux-là. Mais, heureusement, le commerce mondial a également bénéficié d'une accélération de la croissance de ses volumes. Ce cercle vertueux a eu des répercussions positives sur la croissance des zones les plus ouvertes au commerce, comme l'Asie et l'Europe de l'Est.

En 2018, le commerce mondial devrait à nouveau connaître une croissance plus rapide que celle du PIB mondial pour la deuxième année consécutive, un retour à une habitude perdue après 2011. En volume, le commerce devrait croître de +3,9%, alors que la croissance devrait être de +3,2%.

Pourquoi ce retour en grâce? Les poids lourds de l'économie ne sont plus un poids pour l'économie globale, au contraire ils la soutiennent à nouveau. C'est particulièrement vrai pour la Chine, dans la mesure où la croissance a augmenté en 2017 à +6,9% (à comparer à +6,7% en 2016), soit la première fois que la croissance accélère depuis 2010. Et dans le même temps, les importations chinoises ont progressé de +7,2% en volumes. Cela a ajouté de la demande pour les autres économies d'Asie, tout comme pour les exportateurs de matières premières de la région, d'Amérique Latine et d'Afrique. Au global, les économies les plus ouvertes ont été parmi les plus performantes en 2017.

Ce *momentum* devrait quelque peu s'atténuer en 2018, mais les économies les plus ouvertes devraient rester à la pointe de la hiérarchie globale de la croissance. Dès lors que l'on compare des économies avec des niveaux de revenu proches, on observe bien ce leadership. La Corée devrait croître de +3% alors que la France ne devrait connaître « que » +2,1%. La Pologne devrait enregistrer +3,7%. Ce sera certes moins qu'en 2017 (+4,3%), mais toujours nettement plus que la Russie (+1,9%). Et l'Espagne, avec +2,4%, devrait enregistrer une meilleure performance que l'Italie (+1,3%).

## Croissance du PIB, évolution annuelle en %

	Poids*	2016	2017	2018p	2019p
<b>CROISSANCE DU PIB MONDIAL</b>	<b>100</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>
<b>Économies avancées</b>	<b>61</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>
<b>Économies émergentes</b>	<b>39</b>	<b>4,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
<b>Amérique du Nord</b>	<b>24</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
États-Unis	21	1,5	2,3	2,6	2,2
Canada	2	1,4	3,1	2,1	2,2
<b>Amérique latine</b>	<b>8</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>
Brésil	4	-3,6	1,1	2,5	3,0
Royaume-Uni	4	1,9	1,7	1,2	0,9
<b>Zone euro</b>	<b>19</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
Allemagne	5	1,9	2,5	2,5	1,8
France	4	1,1	1,9	2,1	1,9
Italie	3	0,9	1,6	1,3	1,2
Espagne	2	3,3	3,1	2,4	2,2
<b>Europe centrale et orientale</b>	<b>7</b>	<b>1,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>
Russie	3	-0,2	1,6	1,9	1,8
Turquie	1	3,2	6,7	4,0	3,7
Pologne	1	2,7	4,3	3,7	3,5
<b>Asie</b>	<b>28</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>
Chine	10	6,7	6,9	6,4	6,2
Japon	8	0,9	1,7	1,2	1,0
Inde	3	7,1	6,5	7,3	7,5
<b>Océanie</b>	<b>2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
Australie	2	2,5	2,3	2,6	2,5
<b>Moyen-Orient</b>	<b>4</b>	<b>4,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>
Arabie saoudite	1	1,7	-0,7	1,7	2,0
Émirats arabes unis	0	3,0	1,8	3,0	3,1
<b>Afrique</b>	<b>3</b>	<b>1,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>
Afrique du Sud	1	0,3	0,8	1,4	1,8

\* Pondérations PIB, 2016 à taux de change courant  
Sources : IHS, prévisions Euler Hermes

## ► Investissement dans les pays avancés : que la fête commence !

2017 a marqué le retour de la Zone Euro (+2,5 %) et du Japon (+1,7 %) à une croissance plus élevée, un petit pas pour eux, mais un grand pas pour l'économie mondiale. Désormais, plus aucune zone ne manque à la croissance. Plus aucune ne tire les autres vers le bas par le biais d'un processus déflationniste. Que la croissance soit partout signifie que les excès d'offre ou de stocks commencent à se résorber partout. Une demande plus soutenue est là pour venir les combler. Le risque déflationniste est donc derrière nous. Le lien habituel entre chômage et salaire, qui fonctionnait mal jusqu'ici, devrait faire son retour mais pas dans l'immédiat.

Un Monde tel que celui-là est favorable aux entreprises, qui bénéficient d'une accélération de la croissance de leurs chiffres d'affaires (par exemple +4,4 % année/année au 3<sup>ème</sup> trimestre 2017 en Italie) sans devoir en restituer la totalité en termes de salaires. Les contraintes pesant sur les bilans des entreprises se desserrent et celles-ci bénéficient toujours de taux d'intérêt très bas.

En conséquence, après une longue période de sous-investissement, 2018 sera la deuxième année lors de laquelle l'investissement va croître plus rapidement. L'investissement des entreprises, en particulier, va progresser de +4,7 % aux États-Unis. Un effet de rattrapage bien évidemment, qui comblera une partie du sous-investissement antérieur. C'est particulièrement vrai en France, qui sort d'une décennie perdue qui a vu un retard d'investissement se former, de l'ordre de 40 Mds EUR.

Le boom observé sur la croissance des économies avancées va réduire, voire éliminer dans certains cas, les capacités de production encore

inutilisées. Les taux d'utilisation des capacités de production sont déjà au 1<sup>er</sup> trimestre 2018 à des plus hauts niveaux, proches de ceux de 2007 en Allemagne (87,9 %) et en France (85,8 %). Dans la mesure où l'investissement des ménages connaîtra lui aussi une nouvelle bonne année en 2018 (par exemple, +3,6 % en Allemagne), ces bonnes vibrations valent pour l'ensemble de l'investissement privé et soutiendront les secteurs les plus à même d'en profiter (particulièrement les biens d'équipement et la métallurgie).

## Pays émergents : tout le monde veut prendre sa place

2017 a été l'année de la convalescence et du retour à une timide croissance pour nombre de pays émergents, après les récessions enregistrées dans les deux années qui avaient précédé au Brésil, en Russie, en Afrique du Sud et au Nigeria. 2018 devrait être l'année de la croissance, dans un nombre grandissant de pays émergents. Les conditions extérieures se sont rapidement améliorées : les prix des matières se sont redressés et les taux d'intérêt toujours très bas dans les économies avancées ont poussé les flux de capitaux à rechercher à nouveau les rendements là où ils se trouvent : dans les pays émergents. Les flux nets de capitaux vers les pays émergents ont augmenté, pour atteindre 300 Mds USD en 2017, leur meilleur niveau depuis 2012 (avant l'annonce de la fin des achats de dette publique par la Fed, le fameux *Fed tapering*). Ce chiffre exclut la Chine, mais même elle a bénéficié d'une inversion des flux et donc à nouveau d'entrées de capitaux au cours de l'année 2017.

Les anticipations pour 2018 sont à nouveau favorables, dans la mesure où les conditions de crédit domestiques sont en train de s'améliorer rapidement dans les pays émergents, suite aux baisses de taux d'intérêt qui ont suivi la baisse de l'inflation (comme au Brésil par exemple, où l'inflation n'est plus que de 3 %). Mais le retour en grâce ne concerne pas que les variables financières. Le PMI manufacturier agrégé des pays émergents a rebondi pour atteindre 52,2 en décembre 2017, son meilleur niveau depuis avril 2012.

Et le consommateur émergent dans tout ça ? Il est de retour également dans un nombre important de pays, du Brésil à la Russie, et de la Pologne à l'Afrique du Sud, ajoutant à des situa-

tions qui n'ont jamais cessé d'être favorables dans nombre de pays asiatiques (comme en Chine ou au Vietnam).

En agrégé, la croissance des pays émergents (hors Chine) devrait s'accélérer en 2018 pour atteindre +3,7 %, après +3,3 % en 2017 (et +2,5 % en 2016).

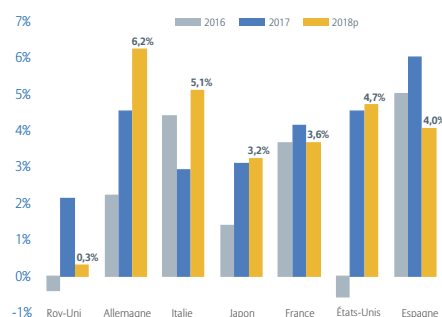
## Le risque de rechute : sommes-nous en train de préparer la prochaine crise ?

La durée du cycle de croissance qui a été entamé est une question légitime. Il est vrai que le niveau de capacités inutilisées a diminué, mais les principales économies du monde ne sont pas en surchauffe. À ce titre, la croissance pourra continuer en 2018, sans qu'un risque majeur de surproduction ne soit à l'œuvre.

Toutefois, des excès sont d'ores et déjà observables dans cette phase, pourtant précoce, du cycle économique. La façon dont la croissance est financée fait partie de ces risques. Le poids de la dette est élevé, et s'est même accru dans certains cas. En Chine, 3 unités de dette sont désormais nécessaires pour générer une unité de PIB (deux fois le niveau de 2011). En France, c'est 4,3 unités de dette qui sont venues financer une unité de PIB (au lieu de 3,4), avec une concentration sur les grandes entreprises.

De grandes anticipations peuvent rapidement devenir des anticipations exagérément optimistes. La capitalisation boursière du marché actions américain a atteint un nouveau plus haut en 2017, au-dessus de 140 % du PIB nominal des États-Unis. Comme le plan de réforme budgétaire a été finalement adopté, nous avons révisé notre prévision de croissance pour 2018 à la hausse, vers +2,6 %. Cependant, dans une économie si proche du plein-emploi, un tel plan de relance budgétaire pourrait très bien créer davantage d'inflation que ce qui est pour le moment anticipé. Cela pourrait précipiter un resserrement monétaire plus conséquent de la Fed, avec un impact sur la croissance envisageable d'ici à 2019/20 : pas exactement en ligne avec le niveau de valorisation actuel du marché actions. ■

**Graphique 2** Investissement des entreprises (évolution année/année)



Sources : IHS, prévisions Euler Hermes

# Retrouvez-nous sur le web

## SITE INTERNET

⇒ [www.eulerhermes.fr/etude-economique](http://www.eulerhermes.fr/etude-economique)



## APPLICATION MOBILE

⇒ [www.eulerhermes.fr/appli-eco](http://www.eulerhermes.fr/appli-eco)



## BLOG

⇒ [blog.eulerhermes.fr](http://blog.eulerhermes.fr)



## LES MINUTES DE L'ÉCONOMIE

⇒ [www.eulerhermes.fr/minute-eco](http://www.eulerhermes.fr/minute-eco)



## SUIVEZ - NOUS

⇒ [www.linkedin.com/company/euler-hermes-france](http://www.linkedin.com/company/euler-hermes-france)  
 ⇒ [www.twitter.com/eulerhermesFR](http://www.twitter.com/eulerhermesFR)





Euler Hermes France

# Mon espace EH

Votre site d'informations  
pour une gestion efficace  
de votre contrat



Gestion pratique  
du contrat



Nous rencontrer



Actualité  
économique



Vous développer  
à l'export



Et + encore

Pour tout savoir de l'actualité Euler Hermes et gérer de manière proactive votre contrat, rendez-vous sur votre site dédié Mon espace EH [www.monespaceEH.fr](http://www.monespaceEH.fr)

## GAGNEZ EN AUTONOMIE

**Nos fiches pratiques et vidéos tutorielles** vous expliquent le fonctionnement concret d'un aspect de votre contrat en matière de prévention, recouvrement et gestion, ainsi que les démarches à entreprendre.

## GAGNEZ EN EXPERTISE

Nourrissez-vous de l'**actualité métier, produit et économique** d'Euler Hermes. Nouveaux services, nouveaux décryptages économiques et interventions métier pour soutenir le développement de votre activité en France et à l'international.



### 6 rubriques clé

- 1 Gérez votre contrat
- 2 Conjoncture
- 3 Événements
- 4 Publications
- 5 Solutions EH
- 6 Nouveau client chez EH ?

Recevez chaque mois la **web newsletter « Mon espace EH »** vous informant des dernières actualités de votre assureur-crédit.

Pour vous abonner, envoyez-nous un mail à [communicationfrance@eulerhermes.com](mailto:communicationfrance@eulerhermes.com)

[www.monespaceEH.fr](http://www.monespaceEH.fr)



## 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](mailto: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](http://www.eulerhermes.com)

Le Bulletin  
économique



Avec Ecofolio  
tous les papiers  
se recyclent.