

Conjoncture  
et risques économiques

# Le Bulletin Économique N° 1244

Avril 2018

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

## CE DOCUMENT

est un extrait de notre  
Bulletin économique  
N°1244 (Avril 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 Maison Europe : conseil de famille

Entre croissance, vulnérabilités  
et défis d'avenir, l'Europe est-elle  
bien préparée ?

\* Notre savoir au service de votre réussite

Études économiques

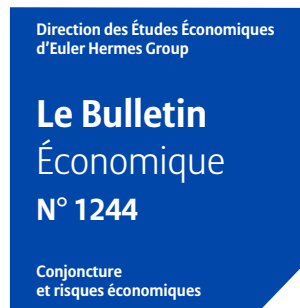


EULER HERMES

Our knowledge serving your success

A company of **Allianz** 

# Sommaire



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

**Directeur de la publication et Chef**

**Économiste:** Ludovic Subran

**Études macroéconomiques et risques**

**pays:** 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, Sergey Zuev (Conseillers sectoriels)

**Support:** Arthur Laroche (Assistant de recherche)

**Édition:** Martine Benhadj

**Conception graphique:** Claire Mabillet

**Photo crédit:** Adobe Stock

**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 avril 2018; issn 1162 – 2881 ■  
*Achévé de rédigé le 11 avril 2018*

- |  |   |
|--|---|
| <p><b>3 ÉDITORIAL</b></p> <p><b>4 LA MAISON EUROPE</b><br/>Conseil de famille</p> <p><b>4 France : les entreprises dans l'attente d'un grand soir</b></p> <p>4 Le jour se lève</p> <p>5 Une amélioration plus conjoncturelle que structurelle</p> <p>5 Une situation financière qui demande encore à s'améliorer</p> <p><b>6 Italie : une fenêtre de tir de deux années</b></p> <p>6 Deux années de croissance de plus</p> <p>6 5 axes d'amélioration</p> <p><b>7 Royaume-Uni : et plus dure sera la chute ?</b></p> <p>7 Contre toute attente</p> <p>7 Mais dans la nasse</p> <p><b>8 Allemagne : I've got the power</b></p> <p>8 L'accord et pourquoi il compte</p> <p>8 La séparation entre la production et la distribution : une idée à répliquer ?</p> <p>8 Enjeux financiers associés au nouveau modèle</p> | <p><b>9 À l'est du nouveau... au sud aussi</b></p> <p>9 Bons baisers de Russie</p> <p>9 Le Sud, à nouveau en été</p> <p><b>11 DIGITALISATION</b><br/>Qui est agile au digital ?</p> <p>11 La digitalisation, une évidence qui s'impose</p> <p>12 <i>America first</i>, mais l'Europe tout de suite derrière</p> <p><b>13 FOCUS FRANCE</b><br/>Digital, on est mal ? Pas tant que ça !</p> <p>13 Une France qui a des atouts</p> <p>13 Mais une France en retard sur trois points clés</p> <p><b>14 RETROUVEZ-NOUS SUR LE WEB</b></p> <p><b>15 MON ESPACE EH, VOTRE SITE DÉDIÉ</b></p> |
|--|---|



© Adobe Stock #69035001

# Chroniques d'un protectionnisme annoncé

LUDOVIC SUBRAN

Comme le mois dernier, le mot protectionnisme a été dans l'actualité. Les marchés financiers ne manquent pourtant pas de raisons pour connaître une volatilité plus forte depuis le mois de février. L'accélération graduelle de l'inflation et le plan de relance budgétaire aux États-Unis ont entraîné une hausse des taux d'intérêt de long terme. Ajoutons à cela quelques foyers de tensions dans les pays émergents et une Europe toujours en proie à ses scories politiques. L'annonce de nouvelles mesures tarifaires à l'encontre de la Chine et les mesures annoncées en représailles par cette dernière mettent de l'huile sur le feu.

Rien de nouveau sous le soleil, mais la continuation d'une politique déjà entreprise en 2017, qui a vu les États-Unis décider de 20 % des nouvelles mesures protectionnistes dans le monde (90 sur 467), alors que les métaux ont été le 2ème secteur le plus impacté dans le monde, avec 54 nouvelles mesures.

Pourquoi tout ce bruit ? Déjà, lors de sa campagne électorale, le candidat Trump avait été clair sur ses intentions de renégocier tout accord commercial désavantageux, à son sens, pour les États-Unis. Ne pas oublier d'ailleurs que l'Accord de Libre-Échange Nord-Américain (ALENA) était une cible primordiale de cette rhétorique.

Il reste que taxer davantage les importations de quelque bien que ce soit c'est risquer un accroissement supplémentaire de l'inflation, puisqu'une taxe fait augmenter le prix du bien sur lequel elle est assise. Et s'agissant d'acier et d'aluminium, c'est clairement l'industrie qui serait impactée, au travers d'une hausse du coût de ses intrants. La chimie, 2ème derrière les métaux dans la liste des investigations lancées par l'administration américaine mais qui n'ont pas encore abouti à des mesures, pourrait également être concernée,

tout comme l'automobile, marqueur sensible à l'orée des élections de mi-mandat.

Le risque d'une guerre commerciale ouverte, caractérisée par une hausse généralisée et notable des tarifs douaniers dans le monde, apparaît encore peu probable. Toutefois, il faut bien reconnaître que tout n'est pas prévisible et que les fantômes du passé peuvent nous rendre visite sans y avoir été invités.

La décision du Président Trump a souvent été comparée à celle du Président Bush en 2002. L'acier, déjà, était concerné, et les situations politiques et économiques se ressemblent largement. Mais les points communs s'arrêtent là. En alliant la baisse des impôts, la volonté d'un dollar faible et le trait de bravoure protectionniste, la démarche de Trump ressemble à celle de Reagan. Une époque où le commerce était une pomme de discorde.

En 2019, les faucons pourraient être de retour aux affaires. Autant Reagan que Bush avaient dû consentir à un tour de vis post-relance budgétaire. Mais le style vieille école de la politique discrétionnaire, décidée derrière des portes fermées, est bel et bien de retour. Il y a 30 ans, l'OMC n'existait pas, l'Europe venait seulement de décider de se doter d'un marché commun et la Chine n'avait pas encore décidé de s'ouvrir.

Depuis, le monde s'était entendu pour réduire les tarifs douaniers. Les pays avaient trouvé d'autres moyens de stimuler leur compétitivité, que ce soit par le taux de change ou la modération salariale, voire même un protectionnisme non tarifaire, fait de subventions et d'accords bilatéraux préférentiels. Est-ce que les États-Unis vont mettre à bas 30 ans de progrès ? Un autre pays va-t-il surrager et provoquer une escalade ? Une bonne frayeur vaut parfois mieux que les conseils les plus avisés. Gageons que la raison l'emportera.

LA MAISON  
EUROPE

# Conseil de famille

STÉPHANE COLLIAC

La maison Europe est en chantier. Ses fondations restent fragiles et doivent être consolidées. La France a vu sa croissance s'accélérer, mais les entreprises n'ont pour le moment pas vu leurs marges s'améliorer (p. 4-5). L'Italie n'a certes pas échappé au rebond de la croissance européenne, mais son PIB reste inférieur de près de 4 points à celui d'avant crise (p. 6). Et s'agissant d'une maison qui n'est pas immunisée contre les aléas en provenance de son voisinage immédiat (le Brexit en cours, p. 7), il est important qu'elle reste bien chauffée : une nouvelle fois c'est d'Allemagne que le signal d'une recombinaison est venu (p. 8). L'Europe doit aussi se soucier de ses franges (p. 9-10), que ce soit en interne avec la dégradation du risque économique en Roumanie, ou dans son voisinage avec un risque économique croissant en Algérie ou en Tunisie. Mais, elle doit aussi penser à l'avenir, afin de bien prendre le virage du digital (dossier spécial p. 11-13).



© Adobe Stock #84639025

## France : les entreprises dans l'attente d'un grand soir

- Les entreprises françaises bénéficient d'une conjoncture porteuse, avec +2,1 % de croissance attendue en 2018 en France. Celle-ci se traduit par un rebond de leur production et de leurs chiffres d'affaires. Elles sont conduites à faire croître leur investissement afin de répondre à cette demande.
- La situation financière des entreprises reste moins bonne qu'en 2007. La composante des marges reste critique, particulièrement dans les services et le commerce. Dans ce contexte de faibles marges, la dette a pris un poids plus prépondérant dans le financement de la croissance.
- La baisse de la pression fiscale fait partie des axes de réforme qui permettraient d'améliorer la rentabilité des entreprises françaises, mais celle-ci devrait baisser véritablement en 2019.

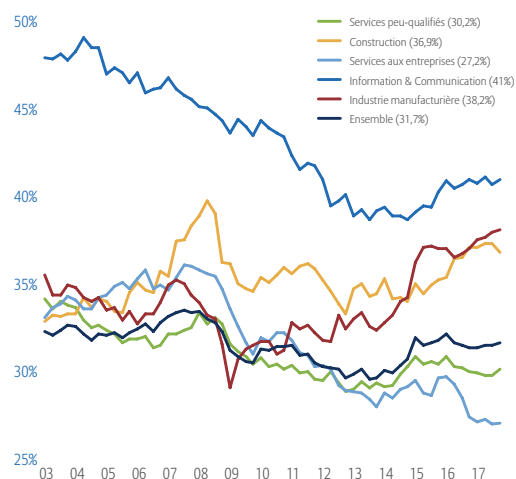
### BW chnk IW evow

Les entreprises ont vu leur environnement singulièrement s'améliorer depuis un an et demi. Certes, on partait d'assez bas. Début 2017, les entreprises françaises sortaient d'une décennie perdue. Leur investissement était à peine supérieur à ce qu'il était avant la crise de 2008 (si on le mesure en volumes). Leurs chiffres d'affaires avaient enregistré une quasi-stagnation pendant l'année 2016 et leurs marges plafonnaient deux points bas en deçà de leur niveau d'avant crise (33,5 % début 2008).

Et les entreprises sont soudainement devenues optimistes. L'année 2017 a été bonne car elle a marqué le début d'un cycle de croissance en France, et les entreprises y ont cru. Leur niveau de confiance n'a cessé de s'améliorer, tiré par la demande domestique et à l'exportation, pour culminer en janvier 2018 à un plus haut niveau depuis 2001 dans l'industrie manufacturière. Le mo-

ment politique leur a également paru favorable avec l'ouverture de multiples chantiers de réformes, sur des sujets qui les concernent directement, que ce soit le marché du travail, la formation professionnelle ou l'impôt (sans être exhaustifs). Dans quel état retrouvons-nous les entreprises un an plus tard ? Elles subissent moins de défaillances (-7 % en 2017) et elles ont retrouvé une croissance des chiffres d'affaires (+7,7 % pour la construction notamment). Elles sont même plus nombreuses, avec un redémarrage de la création d'entreprises, cette fois pas limité aux autoentrepreneurs. La création d'entreprises a progressé de +12 % au 4<sup>ème</sup> trimestre 2017 (année sur année). Pour répondre à une demande en hausse, les entreprises ont investi et embauché. Mais elles ne sont pas beaucoup plus rentables qu'il y a un an. Même un peu moins, leur taux de marge ayant diminué de 31,8 % en 2016 à 31,7 % en

Graphique 1 Taux de marge des entreprises françaises



Sources : IHS, Euler Hermes



© Adobe Stock #179488682

# 4,80 eur

## Nombre d'unités de dette nécessaires pour générer une unité de PIB en 2017

Mais comment ne pas remarquer aussi que le secteur manufacturier, l'un de ceux qui a le plus bénéficié des crédits d'impôts liés au pacte de responsabilité et au CICE, est l'un de ceux qui tire le mieux son épingle du jeu aujourd'hui, avec des marges à 38,2 % au 4ème trimestre 2017 (supérieures au niveau de 2007, 34,4 %). Il a même créé ses premiers emplois depuis 2001 au cours de l'année 2017. La construction s'est jointe à ce mouvement, en créant elle aussi des emplois en 2017, pour la première fois depuis 2008. La réindustrialisation n'est pas en marche, mais la conjoncture porteuse a (momentanément?) stoppé la désindustrialisation. Et le chômage a donc nettement diminué à 8,7 % de la population active au 4ème trimestre, apportant son lot de pénuries de main-d'œuvre, alors même qu'il vient seulement de casser la barre des 9 %. La construction, encore elle, est déjà concernée par ce phénomène, elle qui voit 61,3 % des entreprises déclarer avoir du mal à recruter. En avance sur le cycle du reste de l'économie, elle présente bien des traits de la surchauffe, et l'activité devrait en conséquence quelque peu ralentir en 2018. C'est le point focal : aujourd'hui, la croissance française ne peut pas accélérer durablement sans se heurter rapidement à des goulots d'étranglement.

### Une situation financière qui demande encore à s'améliorer

Les promesses d'un gouvernement qui devrait faire diminuer la pression fiscale, sont passées après celle du même gouvernement qui a mis en priorité la réduction du déficit budgétaire. Pari gagné, avec un déficit de -2,6 % du PIB en 2017, et probablement encore un peu mieux en 2018. Mais les baisses d'impôts les plus conséquentes ont été reportées à 2019. À ce moment, la fin des crédits d'impôts liés au CICE et leur remplacement par des baisses de cotisations sociales devraient favoriser tant l'emploi que les marges des entreprises.

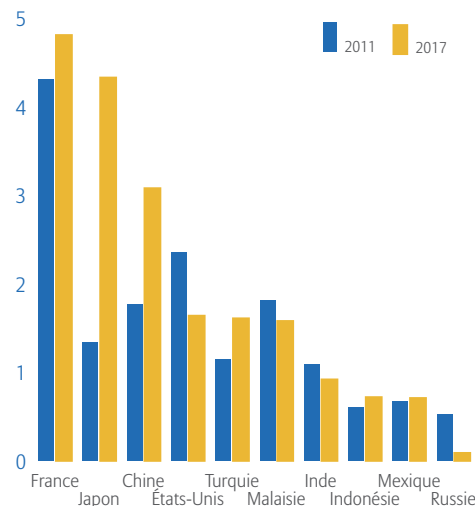
Comme les marges stagnent et que les taux d'intérêt sont à des plus bas niveaux historiques, les entreprises françaises ont eu recours à l'endettement. Si c'est pour financer de l'investis-

sement tant mieux, mais certaines entreprises y ont également eu recours pour financer leur cycle d'activité (niveau élevé des besoins en fonds de roulement). En résulte une croissance française toujours intensive en dette. En 2017, 4,8 unités de dette supplémentaires ont été nécessaires pour générer une unité de PIB nominal supplémentaire, faisant de la croissance française celle qui a le plus nécessité de dette dans l'éventail des économies développées.

Il est donc important que les entreprises françaises sortent du modèle de financement vers lequel les deux crises (américaine et européenne) les ont conduites. Elles ont vu leur dette augmenter entre 2010 et 2017, a contrario des autres pays de la zone euro qui ont pourtant bénéficié des mêmes conditions de taux bas. Le contexte français fait de marges plus basses et d'un financement plus facile pour les grandes entreprises a donc joué son rôle. Le règlement de l'insolvabilité reste encore trop long, proche de 2 années en France, lorsqu'il n'est que d'1 année au Royaume-Uni et à peine un peu plus en Allemagne. Un phénomène qui conduit les entreprises françaises à accumuler de la dette un peu plus longtemps avant de périr, avec un effet boule de neige plus probable sur leurs partenaires.

Ajoutons à cela, l'absence relative et bien connue de nos PME à l'exportation, dont elles ne représentent que 17 % selon l'INSEE, contre 44 % dans la moyenne européenne. La fiscalité, le traitement de l'insolvabilité et l'exportation sont ainsi les trois domaines sur lesquels la France pêche par rapport à ses partenaires européens. Trois domaines actuellement à activité législative, mais surtout trois domaines sur lesquels des progrès sont indispensables. ■

**Graphique 2 : Intensité de la croissance en dette**  
(unités additionnelles de dette nécessaires à la création d'une unité supplémentaire de PIB nominal)



Sources: IHS, Euler Hermes

2018. Elles ont continué à s'endetter afin de profiter des taux bas et des opportunités de croissance laissées par un cycle porteur.

### Une amélioration plus conjoncturelle que structurelle

Lorsqu'on examine ces entreprises par secteur, le moins que l'on puisse dire c'est que les enfants chéris du cycle (la construction et l'industrie manufacturière) sont les mieux lotis. Les mesures de politique économique adoptées lors de la période de basse croissance y contribuent aussi assez largement, s'agissant de secteurs intenses en main-d'œuvre bénéficiant au premier chef du pacte de responsabilité et du CICE\*. La hausse des échanges propre à un cycle de croissance bénéficie à l'évidence au commerce (de gros et de détail) et au secteur des transports, mais lorsque l'on examine la santé financière de ces secteurs, il y a encore loin de la coupe aux lèvres. Des années de croissance faible et les mutations qui ont transformé ces secteurs favorisent toujours la disparition d'un nombre important d'acteurs, alors même que de nouveaux apparaissent. Le transport et le commerce de détail enregistrent toujours davantage de défaillances qu'avant crise (+13 % et +23 % respectivement), alors que l'agrégat commerce et transports a vu un redémarrage de la création d'entreprises fin 2017 (+10 % au 4ème trimestre, année sur année).

Au global, le constat est là : les entreprises françaises payent encore 62 % de leurs bénéfices en prélèvements de diverses sortes (impôts sur les sociétés, cotisations sociales), alors que la moyenne OCDE se situe plutôt à 40 %. Pas étonnant dès lors que le taux de marge des entreprises françaises soit bien en deçà de ceux des autres grands pays européens, en particulier l'Allemagne et l'Italie qui ne sont jamais descendus en dessous de 40 %, même au plus fort de la crise.

\* crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi

# 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.