

Conjoncture, risques économiques
et secteurs internationaux

Le Bulletin Économique N° 1208-1209

juin-juillet 2014

www.eulerhermes.com

La croissance, ce géant au pied d'argile

10 histoires sectorielles pour expliquer
la fragilité macroéconomique

* 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
du Groupe Euler Hermes

Le Bulletin Économique N° 1208-1209

Conjoncture, risques économiques
et secteurs internationaux

Le Bulletin Économique du Groupe Euler Hermes est publié mensuellement par la Direction des Études économiques du Groupe Euler Hermes. Il est destiné aux clients du Groupe Euler Hermes, 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 Boată, Mahamoud Islam, Dan North, Daniela Ordóñez, Manfred Stamer (Économistes pays)

Études sectorielles et défaillances d'entreprises : Maxime Lemerle (Responsable), Bruno Goutard, Yann Lacroix, Marc Livinec, Didier Moizo (Conseillers sectoriels)

Édition : Martine Benhadj

Conception graphique : Claire Mabillet

Crédit photo : Allianz

Support : Lætitia Giordanella (Assistante), Nicolas Bargas, Sarah Bosse-Platière, Clémentine Cazalets, Lucas Songeur, Ibrahim Touré, Sergey Zuev (Assistants de recherche)

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 – Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 14 509 497 €, RCS Paris B 388 236 853

Impression : Imprimerie Adelinet 27500 Pont Audemer – Dépôt légal juin-juillet 2014; issn 1 162 – 2 881 ■ **Achévé de rédiger le 23 juillet 2014**

- 3 **ÉDITORIAL**
- 4 **VUE D'ENSEMBLE**
- 6 **ÉVOLUTION DES RISQUES PAYS**
- 8 **ÉVOLUTION DES RISQUES SECTORIELS**
- 10 **États-Unis :** *high-tech*, pas de (vraie) bulle mais un trou d'air
- 11 **Mexique :** l'automobile *drivée* par les investissements étrangers
- 12 **Royaume-Uni et Irlande :** l'effet placebo dans la pharmacie
- 13 **France :** la grande exportation, mirage ou miracle ?
- 14 **Allemagne :** (r) évolution digitale, mode d'emploi
- 15 **Italie :** le "*made in Italy*", la marque fonctionne-t-elle ?
- 16 **Eurasie :** où sont passés les tuyaux ?
- 17 **Moyen-Orient :** des fissures dans le bâtiment ?
- 18 **Chine :** *e-commerce* vs. petits commerces
- 19 **Japon :** l'énergie sous tension
- 20 **NOS PUBLICATIONS**
- 22 **IMPLANTATIONS**



Les 7 péchés capitaux de la croissance

LUDOVIC SUBRAN

Le but d'une entreprise est de grossir : plus de chiffre d'affaires, de profits, de parts de marché, d'influence. Même si cela semble facile, cela ne se fait pas sans effort et de nombreux facteurs viennent mettre à mal cette stratégie : de nouveaux clients, un marché plus concurrentiel ou encore des politiques économiques haletantes. Aujourd'hui, bien que la lumière semble être au bout du tunnel, il s'agit surtout d'une foi en l'avenir, renouvelée et inébranlable. Le problème c'est que la foi, les croyances, la politique, ne riment pas toujours avec le doute, les résultats et l'analyse. Dans plusieurs secteurs, de nombreuses questions restent sans réponses : les trous d'airs dans l'industrie américaine, le coût de l'énergie trop élevé au Japon, la réindustrialisation britannique liée à l'optimisation fiscale sont autant d'exemples micro-économiques d'une croissance macroéconomique trop fragile. Derrière ces exemples, certaines erreurs empêchent la transmission de la reprise aux entreprises, ce sont nos sept péchés capitaux de la croissance :

- **La luxure.** Après plusieurs années d'austérité, l'Europe a trouvé une façon intéressante d'augmenter le PIB : y inclure la drogue et la prostitution. Cet argent sale va faire du bien à la Belgique, à l'Italie, aux Pays-Bas, mais sera sans effet sur les entreprises.
- **La gourmandise.** Les politiques monétaires accommodantes touchent-elles au but ? Sait-on comment sevrer les entreprises de cet argent facile ? Ce qui est sûr c'est que le risque de crédit persiste en Asie émergente et en Amérique latine et que les États-Unis connaissent de nouvelles bulles !

- **L'avarice.** Les prix des matières premières se sont stabilisés, et ont même reculé parfois. Pourtant la demande en matières premières va continuer d'augmenter (et les prix de celles-ci avec) avec une concurrence accrue sur les minerais, les terres rares, le pétrole et le gaz.

- **La paresse.** La Réformite aiguë est la nouvelle maladie à la mode : tout le monde annonce sa réforme. Pourtant dans les faits beaucoup d'entre elles ne sont pas mises en œuvre, ou sont tout simplement bâclées. Coût politique ou manque d'innovation ?

- **La colère.** Alors que l'été s'installe, des conflits font irruption un peu partout sans vraiment perturber les marchés. Pourtant des gens souffrent et les entreprises doivent arrêter net leurs transactions en conséquence.

- **L'envie.** Fait du prince et autres interventions des états font malheureusement partie du paysage hyperprotectionniste d'aujourd'hui. Les décisions d'investissement des entreprises deviennent donc particulièrement compliquées.

- **L'orgueil.** Se féliciter de la sortie de crise alors que le monde est sans croissance ni inflation est peut-être le pire des péchés. La dette et l'absence de pouvoir d'achat semblent moins problématiques mais seront notre legs aux générations futures.

Pour chacun de ces péchés capitaux, le diable est dans les détails mais la rédemption est possible. Elle doit juste commencer tôt et se faire pas à pas.

VUE
D'ENSEMBLE

La croissance, ce géant au pied d'argile

10 histoires sectorielles pour expliquer la fragilité macroéconomique

ANA BOATA, MAHAMOUD ISLAM, MAXIME LEMERLE

Le PIB mondial se reprend progressivement (+2,7 % en 2014) et laisse entrevoir de meilleures perspectives sectorielles (34 secteurs voient leur profil de risque s'améliorer au T2).

Croissance du PIB
évolution annuelle en %

Poids*	2013	2014	2015	
Monde	100	2,4	2,7	3,1
Pays avancés	62	1,3	1,8	2,2
Pays émergents	38	4,2	4,2	4,5
Amérique du Nord	25	1,9	1,9	2,8
États-Unis	23	1,9	1,9	2,9
Canada	3	2,0	2,5	2,7
Amérique latine	8	2,5	2,2	2,7
Brésil	3	2,3	1,8	2,1
Europe de l'Ouest	23	0,1	1,4	1,7
Royaume-Uni	3	1,7	2,6	2,5
Zone euro	17	-0,4	1,1	1,4
Allemagne	5	0,5	1,9	2,0
France	4	0,4	0,7	1,2
Italie	3	-1,8	0,4	1,0
Espagne	2	-1,2	0,8	1,3
Europe centrale et orientale	6	1,8	1,4	2,6
Russie	3	1,3	0,1	2,0
Turquie	1	4,0	3,3	4,2
Asie	29	4,8	4,8	4,8
Chine	11	7,7	7,5	7,4
Japon	8	1,5	1,4	1,2
Inde	3	5,0	5,6	6,1
Océanie	2	2,4	3,2	3,0
Moyen-Orient	4	2,6	3,4	4,3
Arabie Saoudite	1	3,8	4,5	5,0
Afrique	2	4,0	4,2	5,0
Afrique du Sud	1	1,9	2,0	3,0

* Pondération PIB 2013 à taux de change courant, en %
Sources : IHS Global Insight, prévisions Euler Hermes

Pour autant, la reprise reste modérée (inférieure à +3 % pour la troisième année consécutive) et disparate, ce qui complique la situation des entreprises. Celles-ci continuent d'être confrontées à une concurrence accrue sur les prix et peinent à développer leur chiffre d'affaires. En outre, cette reprise repose sur des bases microéconomiques fragiles, car exposée à de nombreux changements de modèle économique et à une complexification des risques (politiques, monétaires, de change ou encore de non-paiement).

Le redressement des perspectives économiques au sein des économies avancées améliore le risque sectoriel, mais des faiblesses demeurent

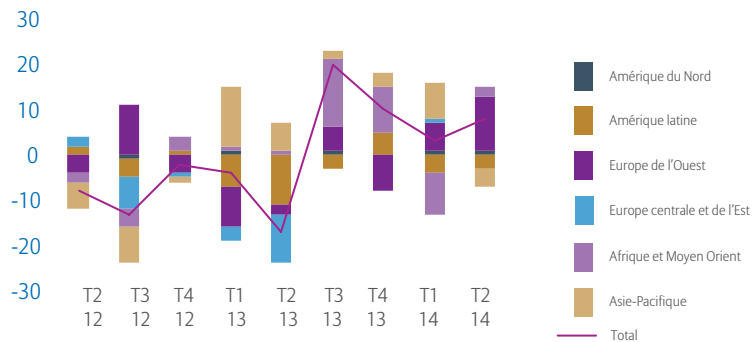
Les économies avancées devraient afficher une croissance de +1,8 % en 2014, un record depuis 2010, ouvrant la voie à une amélioration du profil de risque sectoriel dans les principaux pays, notamment en Amérique du Nord et en Europe de l'Ouest. Outre-Atlantique, malgré la faiblesse du PIB du T1 en raison d'un hiver inhabituellement rigoureux, le marché de l'emploi reprend des couleurs et le taux de chômage devrait passer sous la barre des 6 % fin 2014. La confiance des ménages et des entreprises est en hausse, les perspectives du secteur manufacturier sont positives et les taux d'intérêt resteront extrêmement bas jusqu'à la mi-2015 au moins. Le PIB devrait afficher une solide croissance de +2,9 % en 2015 (après +1,9 % en 2014), même

si la politique accommodante de ces dernières années fait craindre des bulles dans certains secteurs (TIC). Après deux années de récession, la zone euro amorce une reprise progressive (+1,0 % en 2014 et +1,4 % en 2015). Les mesures de soutien de la BCE ont légèrement amélioré les prévisions pour 2015. Une amélioration de l'activité commence à être notable, notamment dans les pays du sud de la zone euro, où les gains de compétitivité et le rebond progressif de la demande intérieure ont soutenu l'automobile et la distribution. Les pays cœur de la zone euro doivent ajuster leurs modèles économiques. L'Allemagne doit mener à bien sa (r)évolution industrielle pour conserver sa position de leader du secteur manufacturier, tandis que la France peine à relancer durablement ses exportations, qui dépendent toujours largement du succès de grands contrats. Le Royaume-Uni devrait engranger l'une des meilleures performances de la région (+2,6 % en 2014 et +2,5 % en 2015), principalement grâce au rebond des services financiers et à une politique économique propice à la croissance. Pourtant, le défi est de durablement développer les secteurs à forte valeur ajoutée afin de relancer l'emploi et l'activité réelle. La tendance est donc positive en Europe de l'Ouest : 25 secteurs voient leur note de risque s'améliorer au S1 (contre seulement 4 détériorations), même si les stigmates de six années de crise n'ont pas totalement disparu. La région reste en effet parmi les plus risquées à l'échelle internationale, tous secteurs confondus, avec une faiblesse particulière du secteur de la construction. Au Japon, l'impact des mesures politiques a été renforcé : les ré-



Changement du risque sectoriel par région au T2

Balance nette des améliorations/détériorations des notes trimestrielles



Source: Euler Hermes

formes structurelles récemment dévoilées ont légèrement amélioré les perspectives économiques grâce à un regain de confiance (+1,4 % en 2014 et +1,2 % en 2015). Exception faite, une fois encore, du secteur de la construction, les entreprises sont en meilleure santé financière, grâce à la progression des bénéfices et une amélioration des conditions de crédit, alors que des mesures budgétaires favorables sont encore prévues. Toutefois, le pays manque toujours d'une politique énergétique claire qui lui permettrait de renforcer la compétitivité des secteurs clés tels que l'électronique.

Les économies émergentes se stabilisent, mais le choc des sorties de capitaux est loin d'être résorbé

Les pays émergents se redressent après le choc des sorties de capitaux déclenchées par la baisse

du rythme des achats d'actifs par la Fed, mais ils continuent de rencontrer des difficultés et l'activité économique peine à durablement repartir (+4,2 % en 2014). Dans les principaux pays émergents, les coûts de financement ont flambé dans le sillage d'une politique monétaire plus restrictive, et l'hétérogénéité entre les pays reste élevée. L'Asie profite d'un regain de confiance lié à la stabilisation de la croissance chinoise et d'une embellie des perspectives économiques indiennes suite au changement de gouvernement qui renforce l'intérêt du pays en termes d'entrées de capitaux. Les perspectives sectorielles sont globalement stables et le niveau de risque reste globalement le plus bas au monde. Pourtant, l'évolution du *business model* de la Chine a des conséquences négatives sur plusieurs secteurs, notamment la métallurgie, et pourrait peser sur d'autres secteurs (distribution et *e-commerce*) en raison d'une intensification de la concurrence. Les turbulences politiques en Thaïlande ont sans conteste augmenté le risque des

secteurs orientés sur le marché domestique : distribution et services informatiques ; automobile déjà affectée par la fin du programme gouvernemental d'aide à l'achat d'une première voiture. À l'inverse, les pays d'Amérique latine restent en proie à des problèmes structurels découlant de déséquilibres externes non résolus, de tensions inflationnistes fortes et donc de perspectives économiques moroses. Les prévisions de croissance économique du Brésil ont ainsi été révisées à la baisse : +1,8 % en 2014 et +2,1 % en 2015, bien en dessous du rythme de 5 % par an enregistré avant la crise. Cette situation pèse sur les performances régionales tandis que le risque sectoriel se dégrade depuis le début de l'année, notamment dans la métallurgie. Pourtant, les relations économiques étroites qu'entretiennent certains pays comme le Mexique devraient avoir un impact positif, mais dont la pérennité reste à démontrer. En Europe de l'Est, les économies qui dépendent de la zone euro connaissent un regain d'activité. Mais il est trop faible pour se traduire par une amélioration des perspectives de risque sectoriel et a été neutralisé par les conséquences néfastes de la crise Ukraine/Russie. Le PIB devrait quasiment stagner en Russie en 2014 (+0,1 %) et la récession en Ukraine sera vraisemblablement plus forte que prévu. Au Moyen-Orient, l'activité économique devrait accélérer (+3,4 % en 2014 et +4,3 % en 2015) grâce aux revenus pétroliers, permettant aux perspectives sectorielles de rester globalement positives. Le secteur de la construction reste néanmoins source d'inquiétude. Moteur important du PIB, il pourrait être confronté à des attaques spéculatives à moyen terme.

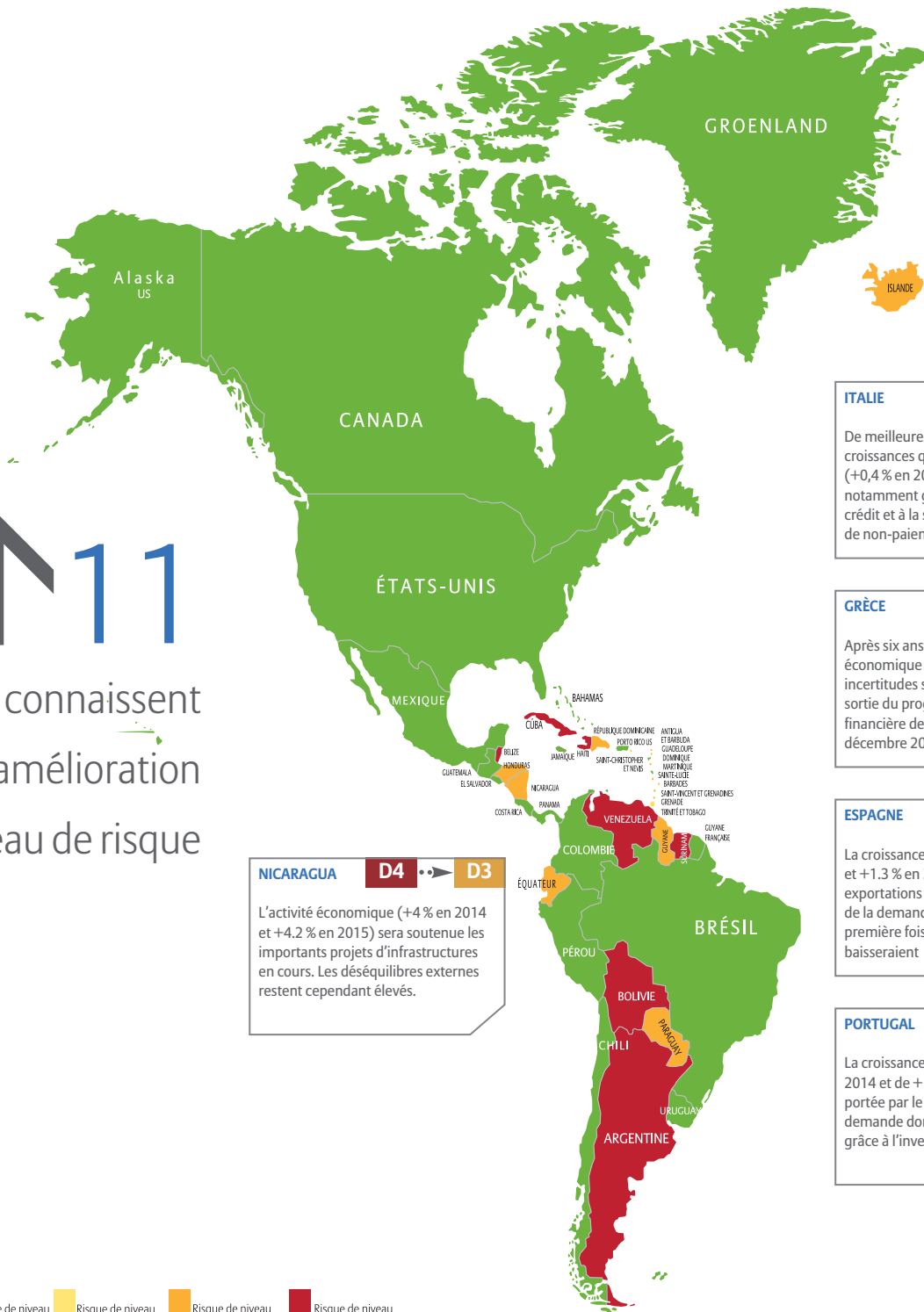
Évolution des risques pays 2014

À FIN T2 2014

11 pays ont changé de niveau de risque à fin T2 2014

ÉTUDES MACROÉCONOMIQUES ET RISQUES PAYS

↑ 11
pays connaissent une amélioration du niveau de risque



NICARAGUA D4 → D3
L'activité économique (+4 % en 2014 et +4.2 % en 2015) sera soutenue les importants projets d'infrastructures en cours. Les déséquilibres externes restent cependant élevés.

ITALIE A3 → A2
De meilleures perspectives de croissances qu'initialement prévues (+0,4 % en 2014 et +1 % en 2015) notamment grâce à la reprise du crédit et à la stabilisation des risques de non-paiement.

GRÈCE B4 → B3
Après six ans de récession, l'activité économique se stabilise. Des incertitudes subsistent quant à la sortie du programme d'assistance financière de l'UE et du FMI en décembre 2014.

ESPAGNE A3 → A2
La croissance du PIB (+0,8 % en 2014 et +1,3 % en 2015) sera tirée par les exportations nettes et par une reprise de la demande domestique. Pour la première fois en 6 ans, les défaillances baisseraient en 2014 (-23 %).

PORTUGAL B3 → B2
La croissance économique (+1,0 % en 2014 et de +1,3 % en 2015) sera portée par le renforcement de la demande domestique, notamment grâce à l'investissement.

■ Risque de niveau faible ■ Risque de niveau modéré ■ Risque de niveau significatif ■ Risque de niveau élevé

Source : Euler Hermes, notes au 30/06/2014

IRLANDE BB3 → BB2

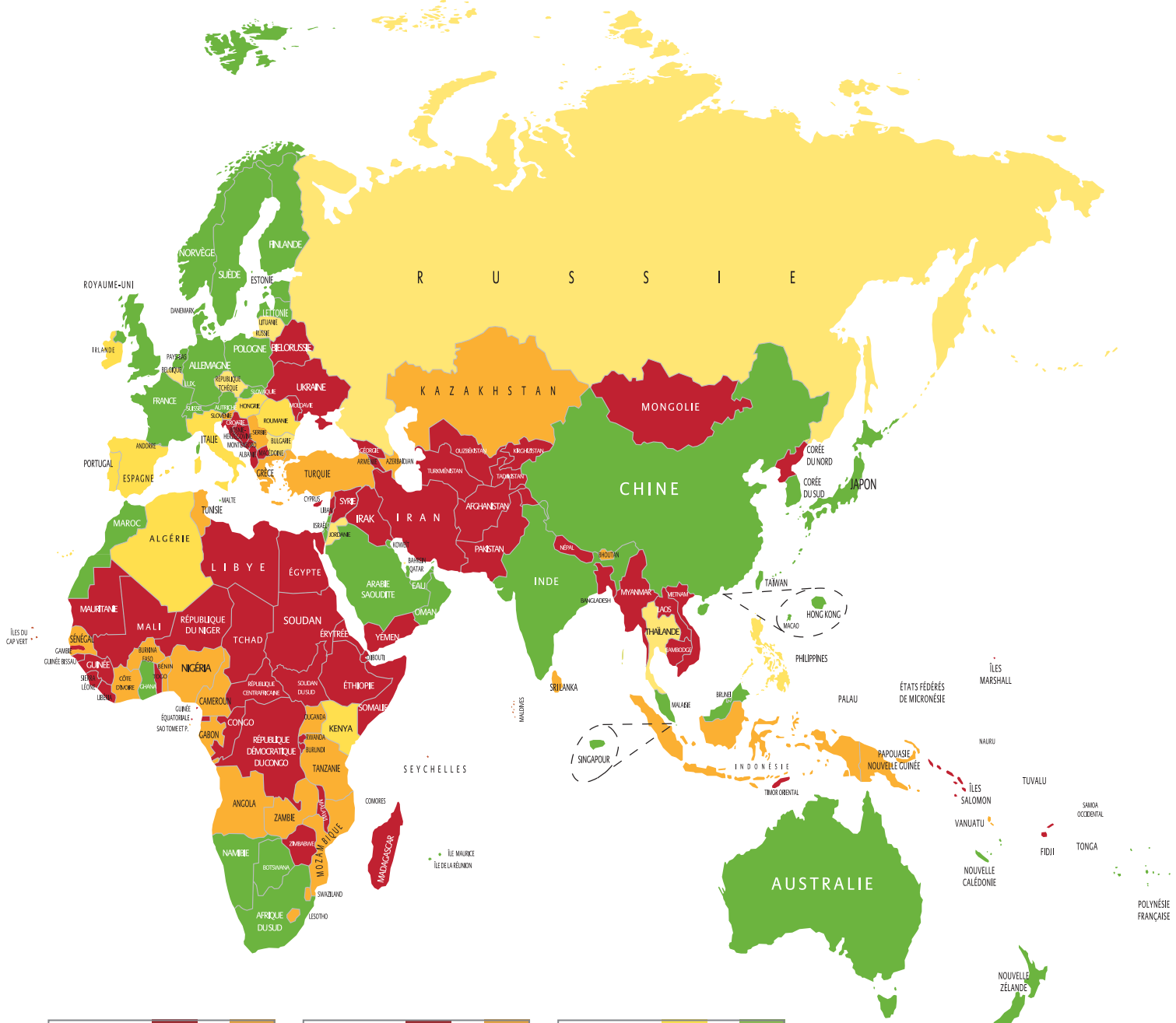
Le retour à l'indépendance financière, les exportations nettes et le dynamisme de l'activité économique au Royaume-Uni soutiennent la croissance du PIB irlandais (+2% en 2014 et +2,3% en 2015).

HONGRIE C3 → B2

L'assouplissement de la politique monétaire a soutenu la reprise de l'activité (+2.5% en 2014 et 2015). Les déséquilibres macroéconomiques se sont significativement réduits.

SERBIE D4 → D3

La croissance économique devrait atteindre +1.0% en 2014 et +1.5% en 2015. Le taux de change s'est stabilisé et l'inflation restera faible jusqu'en 2015. Les réserves de changes sont adéquates.



NIGERIA D4 → D3

L'économie est résiliente face à d'éventuels chocs externes. La croissance du PIB est estimée à +6.5% en 2014 et +7% en 2015.

COTE D'IVOIRE D4 → D3

La stabilisation de la situation politique a permis un renforcement de l'activité économique (+8% en 2014 et 2015). La vulnérabilité externe reste faible.

INDE B2 → B1

La croissance du PIB est attendue à +5.6% sur l'exercice fiscal 2014-2015 et à +6.1% en 2015-2016. Le nouveau gouvernement prévoit de rendre l'environnement économique plus favorable aux entreprises.

Évolution des risques sectoriels 2014

À FIN T2 2014

34 révisions de notes sectorielles à fin T2 2014

ÉTUDES SECTORIELLES ET DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES

↑ **21** révisions à la hausse

13 ↓ révisions à la baisse



- Bons fondamentaux. Perspectives très favorables ou acceptables.
- Faiblesses structurelles.
- Signes de fragilité, possible ralentissement.
- Crise imminente ou avérée.

Source : Euler Hermes, 16 juillet 2014

NIVEAU DE RISQUES SECTORIELS À FIN T2 2014
PAYS PONDÉRÉS PAR LEUR POIDS DANS LE PIB 2013 DE LEUR RÉGION D'APPARTENANCE

	Automobile	Équipement automobile	Construction	Transport aérien	Chimie	Pharmacie	Agroalimentaire	Textile
Amérique du Nord	●	●	●	●	●	●	●	●
Amérique latine	●	●	●	●	●	●	●	●
Europe de l'Ouest	●	●	●	●	●	●	●	●
Europe Centrale et de l'Est	●	●	●	●	●	●	●	●
Afrique et Moyen-Orient	●	●	●	●	●	●	●	●
Asie Pacifique	●	●	●	●	●	●	●	●

États-Unis

CLÉMENTINE CAZALET, DIDIER MOIZO

High-tech : pas de (vraie) bulle mais un trou d'air

5 ans

pour retrouver le niveau d'emploi d'avant-crise

Pas de menace de bulle sur le secteur des TIC

Les injections massives de liquidités dans l'économie américaine ces dernières années n'ont pas généré de tensions inflationnistes, mais elles ont dopé les marchés d'actions. Des valorisations records et un marché primaire (trop) dynamique pourraient laisser penser qu'une bulle se forme dans le secteur américain des TIC. Pourtant, même si cette bulle existe, elle n'a pas de raison d'exploser subitement et d'entraîner une chute du secteur, car seuls quelques acteurs

sont concernés par les valorisations exagérées et l'excès d'optimisme ne semble pas généralisé.

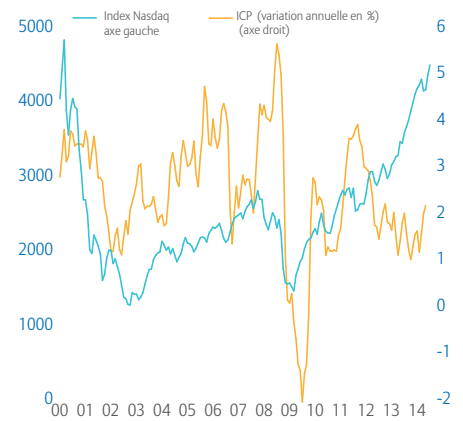
Perspectives prometteuses pour les TIC

Le marché nord-américain des TIC est le plus vaste du monde : il représente 31 % du marché mondial. Il est soutenu par une demande intérieure dynamique : les dépenses en informatique et audiovisuel par habitant ont progressé de plus de 60 % entre 2009 et 2013 outre-Atlantique. L'an passé, le marché des TIC a enregistré une croissance de +2,8 % (un taux supérieur à celui de l'économie américaine, en progression de +1,9 %). Au cours des dernières années, le secteur a constitué un moteur de croissance précieux : les investissements liés aux TIC ont apporté +0,2 point par an au PIB depuis 2010.

La création d'emplois victime d'un trou d'air

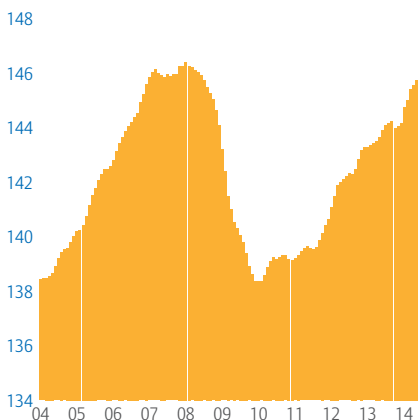
En Amérique du Nord, le marché des TIC est dominé par deux segments : les services informatiques (41 %) et les services audiovisuels (38 %), qui ont enregistré les plus

Indice NASDAQ Composite et inflation



Sources : IHS Global Insight, Euler Hermes

Total des emplois moyenne sur 3 mois, en milliers



Sources : IHS Global Insight, Euler Hermes

Mexique

YANN LACROIX, DANIELA ORDÓÑEZ

L'automobile *drivée* par les investissements étrangers

Vitesse de croisière pour l'industrie automobile

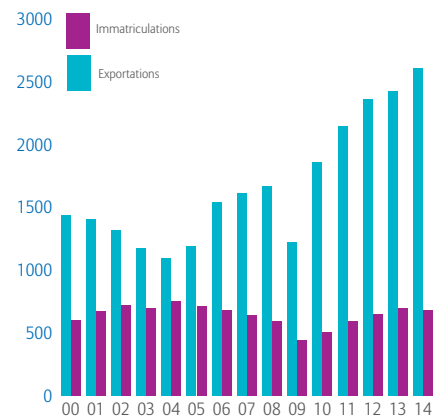
L'industrie automobile mexicaine a le vent en poupe. La production du secteur ayant progressé deux fois plus vite (+10 % par an) que la production automobile mondiale (+4 % par an) au cours de la dernière décennie, le Mexique est devenu le 8^{ème} producteur automobile mondial, pesant 3,5 % de la production totale, et le 4^{ème} exportateur. L'augmentation constante du taux d'intégration d'équipements accroît encore les volumes de la fi-

lière, 89 % des cent premiers équipementiers mondiaux étant présents au Mexique. Le secteur automobile représente désormais 3 % du PIB (contre 2 % en 2008) et 16 % de la production manufacturière. Cette tendance devrait se poursuivre au cours des prochaines années grâce aux investissements massifs réalisés et annoncés. Nous estimons que la production de la filière progressera de +6,5 % en 2014 et de +7 % en 2015, des rythmes bien supérieurs à ceux du PIB (+3,3 % en 2014 et +3,9 % en 2015), portant la capacité de production à 4,5 millions d'unités d'ici la fin de la décennie, contre 2,9 millions en 2013.

Mais les moteurs sont ailleurs

Pourtant, le marché automobile domestique reste peu important, les immatriculations de voitures ne dépassant pas 700 000 par an (contre 2,6 millions au Brésil par exemple). Plus de trois véhicules sur quatre produits au Mexique sont en effet destinés à l'exportation, et notamment au marché américain. Autour de 70 % des exportations de véhicules et 90 % des exportations d'équipements automobiles sont à destination des États-Unis, où une voiture sur dix provient du Mexique.

Exportations et immatriculations de voitures milliers d'unités par an



Sources: AMIA, Euler Hermes

83 %

de la production automobile est exportée

Attention aux sorties de route

Le développement fulgurant de la filière a été amplement financé par des capitaux étrangers. Certes, les réformes structurelles ambitieuses que le pays est en train d'adopter, visant notamment à renforcer l'environnement des affaires, la compétitivité et l'intégration internationale du pays, ont contribué à attirer des capitaux. Mais, la nature des IDE montre que ceux-ci répondent surtout au positionnement clé du Mexique dans la réindustrialisation en cours des États-Unis. Ainsi, l'impact positif de ces flux d'investissements est à nuancer car ils reflètent les faiblesses inhérentes de l'économie mexicaine: (i) extrême dépendance vis-à-vis de l'économie américaine; (ii) investissement principalement dirigé vers des industries de base, à faible valeur ajoutée; (iii) risque de retournement soudain des capitaux en cas de refroidissement de l'économie américaine, ou en cas de délocalisation de certaines industries dans d'autres pays.

Taux de croissance réelle



Sources: Inegi, Euler Hermes

Royaume-Uni et Irlande

ANA BOATA, MARC LIVINEC

L'effet placebo dans la pharmacie

20 %

taux d'imposition sur les sociétés en avril 2015

La pharmacie, un secteur stratégique pour le gouvernement britannique

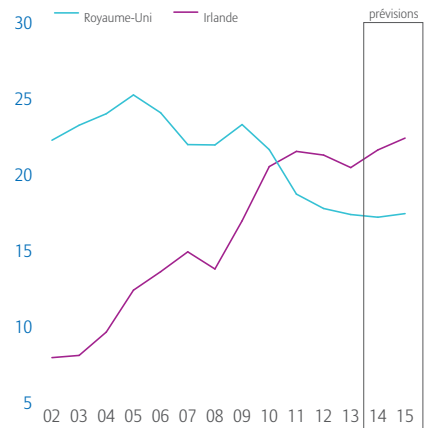
La pharmacie, qui compte AstraZeneca et GSK parmi les dix plus grands laboratoires mondiaux, représente le premier poste à l'exportation (7 % des exportations totales) du Royaume-Uni. Sa production nationale est d'environ 24 milliards USD. Le secteur, connu pour son fort degré d'innovation, revendique 25 % du total des dépenses en R&D (4,2 milliards GBP en 2012) et emploie 70 000 personnes (soit 0,2 %

de la population active) dont plus d'un tiers se concentre sur des postes hautement qualifiés. Le secteur pharmaceutique fait partie des onze secteurs stratégiques du gouvernement britannique – avec l'aéronautique, l'automobile, le nucléaire et les services financiers.

Il n'a pas pour autant contribué au rebond de la croissance économique

En 2013, le PIB a augmenté au rythme le plus élevé depuis 6 ans (+1,7 %) et devrait afficher la meilleure performance en Europe en 2014 (+2,6 %) et 2015 (+2,5 %). Cependant, la production pharmaceutique anglaise n'y contribue guère. Elle affichait même une baisse annuelle de -4 % en moyenne entre 2009 et 2013 et reste 8 points en deçà du point haut de 2005. Les pertes de productivité n'ont pas cessé d'accélérer depuis 2007 et les exportations ont rapidement perdu de la vitesse. Ainsi l'excédent commercial, après avoir plafonné à 7 milliards GBP en 2009 et 2010, a atteint un point bas à 2,8 milliards

Production pharmaceutique en volume, prix 2005, milliards USD



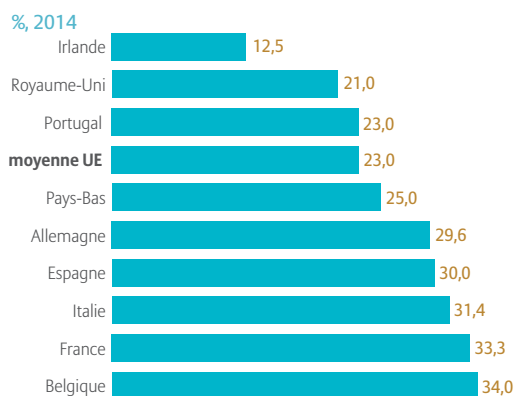
Sources : Oxford Economics, Euler Hermes

GBP en 2013. Dès lors, le vrai moteur de la reprise britannique depuis 2013 réside dans les services (en particulier les services financiers) qui représentent près de 80 % de la richesse nationale.

Le Royaume-Uni, victime du mirage fiscal irlandais

À l'inverse du Royaume-Uni, la production pharmaceutique en Irlande affichait une croissance moyenne annuelle de 9 % sur la période 2009-2013. C'est la conséquence de l'attractivité fiscale des pays d'outre-Manche. Alors que le taux d'IS s'élève à 40 % aux États-Unis et à 23 % en moyenne en zone euro, il tombera à 20 % au Royaume-Uni en avril 2015, le plus bas au sein du G-20. Dès lors, il est facile d'imaginer ce qu'aurait eu à gagner Pfizer en déménageant son siège social des US au Royaume-Uni si son rachat du concurrent AstraZeneca avait abouti. Cependant, avec son taux d'IS à 12,5 %, l'Irlande pousse le cas britannique à son paroxysme. Il accroît la dépendance de son économie au secteur : la pharmacie représente 30 % des exportations irlandaises totales et 27 % de son PIB, avec de fortes variations comme en 2013 lorsque l'expiration de nombreux brevets pénalisa l'activité : baisse du PIB de 1,2 % en g.a.

Taux d'imposition des sociétés



Sources : Commission européenne, Euler Hermes

France

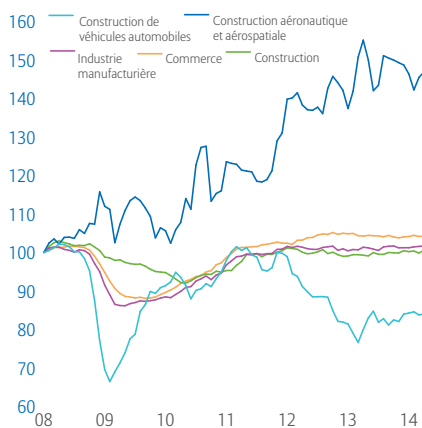
FRÉDÉRIC ANDRÈS, YANN LACROIX

La grande exportation, mirage ou miracle ?

Les exportations sont de plus en plus dépendantes de quel-ques secteurs clés

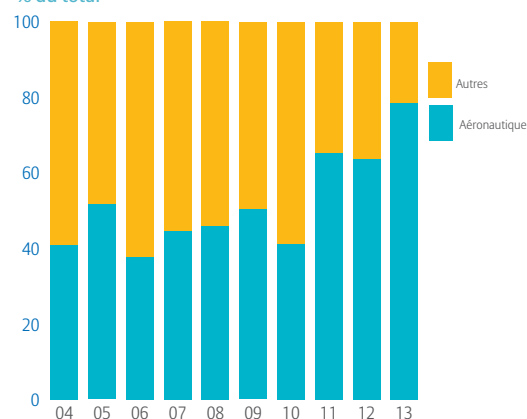
Les mauvais chiffres du T1 ont confirmé notre prévision de croissance du PIB à +0,7 % pour 2014. Les exportations nettes ont contribué négativement pour -0,2pp, les exportations croissant moins vite qu'attendu. Deux raisons à cela : premièrement, les pressions dés-inflationnistes dans la zone euro n'incitent pas à exporter. Les prix à l'export baissent ainsi depuis 5 trimestres. Deuxièmement, la France compte seulement 120K entreprises exportatrices contre

Indices de chiffre d'affaires base 100 = 2008



Sources : INSEE, Euler Hermes

Gros contrats en aéronautique signés par la France avec les pays émergents % du total



Sources : Douanes françaises, Euler Hermes

300K en Allemagne. La France est donc très dépendante de la performance à l'export de quelques grandes entreprises, dont celles du secteur aéronautique. En effet, c'est le secteur qui affiche la plus forte croissance à l'exportation depuis 2008 (+30 %) et le surplus commercial le plus élevé en 2013 : 22 milliards EUR, loin devant l'agroalimentaire (i.e., 11,5 milliards), le deuxième secteur le plus performant.

Le mirage des grands contrats à l'export vers les pays émergents

Le montant des grands contrats à l'exportation a dépassé en 2013, à 38,7 milliards EUR, son niveau d'avant crise où en 2007 il atteignait 37,2 milliards EUR. Si l'on peut se satisfaire de cette situation, il convient d'apprécier la façon dont il se décompose. En 2007, les activités hors aéronautique, notamment dans l'énergie, les grands travaux, le ferroviaire, représentaient 55 % du total des exportations. Hors depuis 2010, ce taux ne cesse de décroître pour ne plus représenter que 21 % en 2013. Dans la réalité, les gros contrats à l'exportation doivent principalement aux performances d'Airbus, car dans les autres domaines la France perd du terrain. L'épisode récent concernant la cession de la branche én-

ergie d'Alstom est en ce sens révélatrice de nos difficultés à développer des acteurs de taille mondiale capable de rivaliser avec leurs concurrents sur des appels d'offres à plusieurs milliards USD nécessitant la mise en place d'énormes cautions bancaires. Le recentrage d'Alstom sur la seule activité transport lui permettra-t-il de participer à la recomposition du secteur à l'heure où l'obtention d'une taille critique est devenue nécessaire ? Que dire également des échecs répétés de la vente du Rafale de Dassault dans l'aéronautique de défense ou encore des coûts toujours non maîtrisés des EPR d'Areva dans la filière nucléaire. Si l'on veut à l'avenir retrouver le chemin de la grande exportation il nous faudra permettre le développement d'acteurs de taille mondiale disposant de puissants moyens financiers.

Depuis 2008, les chiffres d'affaires dans le secteur aéronautique ont augmenté de

+46 %

contre seulement +2 % pour l'industrie manufacturière dans son ensemble

Allemagne

CLÉMENTINE CAZALETS, BRUNO GOUTARD

La (r) évolution digitale, mode d'emploi

La demande intérieure en passe de redevenir le premier moteur de croissance

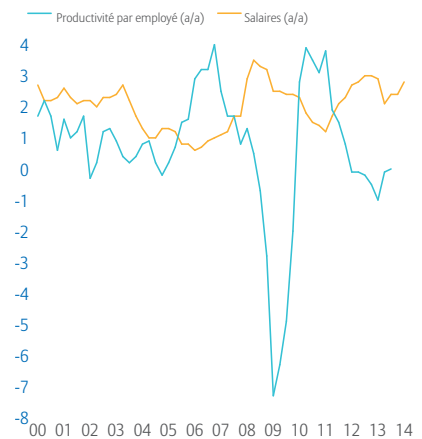
Depuis le S2 2012, le taux de marge des entreprises recule (40,5 % au T4 2013 contre 42,2 % au T2 2012) en raison d'une inflation très faible dans la zone euro et d'une baisse de la compétitivité (productivité en berne, hausse des salaires et avantages concurrentiels notables du Japon et des États-Unis, les deux grands rivaux) qui pèsent sur les exportations allemandes depuis le début 2013. Pourtant, l'économie a affiché une forte croissance au T1 2014 (+0,8 % sur un trimestre) grâce à une demande intérieure solide. Nous estimons que cette tendance devrait se poursuivre en 2014 et porter la croissance an-

nuelle à +1,9 % (contre +0,5 % en 2013).

Une fois devenue réalité, l'"industrie 4.0" sera source d'opportunités pour l'industrie allemande

Après deux ans de repli, nous tablons sur un net rebond des investissements: ils pourraient augmenter de +8 % dans le secteur manufacturier en 2014, selon l'enquête IFO. Le bond de +12 % affiché par les fabricants de matériel informatique et de produits électroniques pourrait être une indication du début de la numérisation de l'industrie ("industrie 4.0"). Cette (r) évolution devrait rendre les produits et les procédés plus intelligents grâce à une communication directe entre salariés, machines et

Évolution des salaires et de la productivité %



Sources: IHS Global Insight, Eurostat, Euler Hermes

ressources. La mise en œuvre de l'"industrie 4.0" devrait renforcer la compétitivité, en garantissant une meilleure productivité et des baisses de coûts. Elle sera également source de véritables opportunités commerciales pour les *leaders* actuels de l'ingénierie mécanique et industrielle, les équipementiers informatiques ainsi que les services connexes de gestion et d'exploitation du "big data".

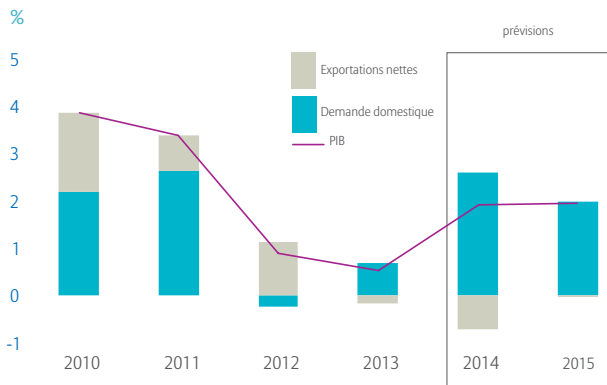
Encore du chemin à parcourir

Forte de partenariats historiques avec toutes les parties prenantes (entreprises, services et universités), d'une position dominante dans le secteur manufacturier et du soutien financier de l'État (200 millions d'euros), l'"industrie 4.0" allemande devrait réussir à tisser les liens nécessaires entre les diverses disciplines impliquées (génie électrique, électronique, ingénierie et technologies de l'information). Pourtant, cette (r) évolution d'ampleur n'est pas sans risque: "choc des cultures" possible entre les différents acteurs, investissements massifs qui ne seront rentables qu'à long terme, dépendance vis-à-vis des infrastructures et des réseaux de télécommunication ou encore protection des données.

+12%

hausse de l'investissement provenant des fabricants de matériel informatique et de produits électroniques

Croissance du PIB et contributions à la croissance %



Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

Italie

ANA BOATA, BRUNO GOUTARD

Le “made in Italy”, la marque fonctionne-t-elle ?

+49%

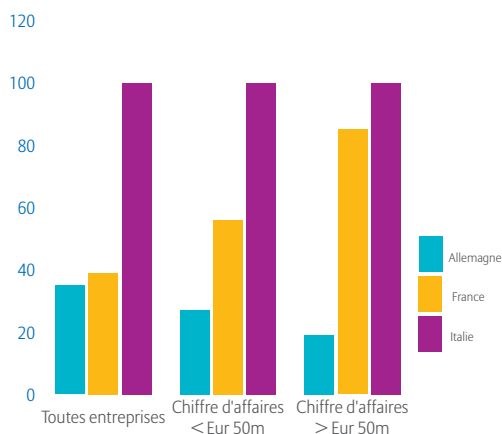
croissance hors Europe des exportations de textile et d'ameublement entre 2009 et 2013

Les exportations, “success story” italienne

Même si le PIB a reculé au cours des derniers trimestres (exception faite du T4 2013) en raison d'une baisse de la demande intérieure, la vigueur des exportations est une excellente nouvelle. Au T1 2014, pour le troisième trimestre consécutif, elles ont constitué le premier moteur de la croissance du PIB. Les exportations italiennes sont parmi

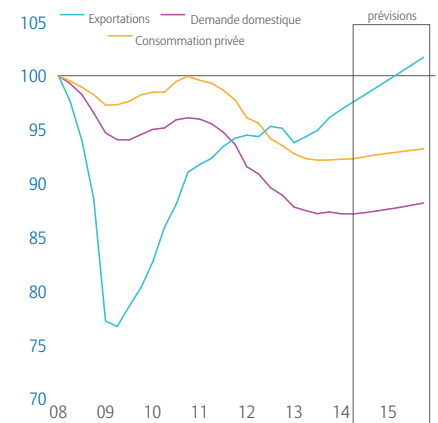
Indice du montant moyen des actifs immobilisés incorporels*

base 100 = Italie, 2012



*textile, habillement, cuir, chaussure, produits en bois et meuble
Sources : Banque de France - BACH

Composantes du PIB base 100 = T1 2008



Source : IHS Global Insight, Prévisions Euler Hermes

les plus diversifiées au monde en termes de produits et leur exposition aux pays non européens est en hausse (46 % du total des exportations contre 37 % en Espagne et 40 % en France). Les exportations à destination des pays émergents ont notamment enregistré une performance solide ces 12 derniers mois (+8 % en glissement annuel en moyenne contre +2 % pour les exportations vers les économies avancées).

À l'étranger, la magie du “made in Italy” ne se dément pas

Le textile (vêtements, cuir, chaussures) et l'ameublement jouent un rôle déterminant dans ce redressement global des exportations en représentant plus d'un quart de la croissance enregistrée en 2013¹, alors qu'elles ne pèsent que 11 % du total des exportations. Ces secteurs ont connu de telles avancées sur les marchés non européens (+49 % entre 2009 et 2013, +8 % l'an passé) que l'Union européenne ne représente dorénavant plus que la moitié des exportations.

La contrefaçon menace le rêve italien

Qu'il s'agisse de textile ou de l'ameublement, le “Made in Italy” est synonyme de qualité, d'excellence du *design* et d'innovation. Les immobilisations incorporelles (qui comprennent notamment les marques et brevets) des entreprises du secteur illustrent la position de *leader* de l'Italie : elles sont en moyenne 2,5 fois plus importantes qu'en France ou en Allemagne. Les PME italiennes dépassent elles aussi largement leurs homologues françaises ou allemandes sur ce critère. Pourtant, la contrefaçon pourrait menacer ce *business model*, privant les sociétés italiennes de revenus et ternissant l'image de marque des produits en raison de la piètre qualité des produits contrefaits. La protection de la propriété intellectuelle italienne, notamment sur les marchés émergents, doit être une cause nationale. À cet égard, le Plan d'action commun de l'UE sur le renforcement des droits à la propriété intellectuelle, récemment présenté par la Commission européenne, est bienvenu.

¹ En valeur – cumul des deux secteurs

Eurasie

MARC LIVINEC, MANFRED STAMER

Où sont passés les tuyaux ?

Importations de gaz : dépendance et facture qui flambe

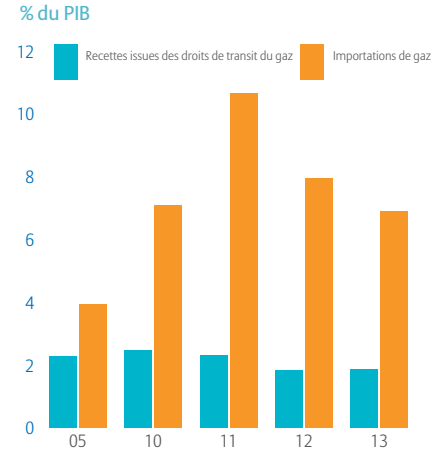
La dépendance de l'Ukraine vis-à-vis des importations de gaz russe reste élevée (environ 60 % de sa consommation). Elle a peu évolué ces vingt dernières années, le pays n'ayant jamais restructuré ses secteurs fortement consommateurs d'énergie. L'économie ukrainienne reste aujourd'hui trois fois plus gourmande en énergie que l'économie polonaise et 25 % plus consommatrice que la Russie. Pa-

rallèlement, le prix du gaz importé de Russie a fortement augmenté (50 USD par millier de m³ jusqu'en 2005 contre plus de 450 USD en 2013). Moscou en exige aujourd'hui presque 500 USD le millier de m³, après avoir supprimé le rabais qu'il accordait à l'Ukraine en raison du conflit qui oppose les deux pays. Sa facture gazière a donc bondi : de 3,5 % du PIB ukrainien en 2005, elle en représentait 7 % en 2013.

Les pipelines en perte de vitesse ?

Pendant deux décennies, la Russie a fourni 27 % de la consommation de gaz de l'UE. Pour ce faire, 80 % des exportations russes transitaient par l'Ukraine via les *pipelines* Brotherhood et Soyuz. Depuis la mise en service du *pipeline* North Stream en 2011 reliant directement la Russie à l'Allemagne sous la Mer Baltique, cette part des exports est tombée à environ 60%. Elle pourrait même baisser jusqu'à 30 % d'ici 2016 si la construction du *pipeline* South Stream passant sous la Mer Noire s'achève dans les délais. Les capacités combinées des *pipelines* North et South Stream représenteraient peu ou prou le volume actuel des exportations gazières russes vers l'UE.

Recettes issues des droits de transit du gaz et importations de gaz



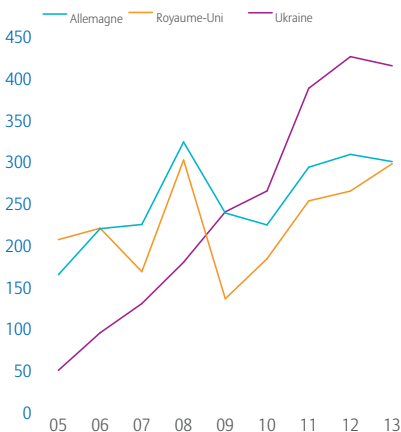
Sources : SSCU, FMI, Euler Hermes

Le monopole du transit du gaz vers l'Europe, une chimère

Les frais prélevés par l'Ukraine au titre du gaz transitant par celle-ci ont augmenté moins vite que le prix du gaz lui-même (1,1 dollar par millier de m³ sur 100 km en 2005 contre 3,3 USD en 2013). Conjugée à la mise en service récente du *pipeline* North Stream, cette évolution s'est traduite par une baisse du poids des recettes du transit gazier dans le PIB ukrainien (1,9 % en 2013 contre 2,3 % en 2005 avec un pic à 2,5 % en 2010). Les perspectives du secteur des *pipelines* sont d'autant plus moroses pour l'Ukraine que la Russie risque d'avoir moins besoin d'elle lorsque le *pipeline* South Stream sera opérationnel. Kiev doit donc aussi restructurer ce pan de son économie ; et se réconcilier avec son voisin russe car elle a (ura) toujours besoin de son gaz.

Prix du gaz

USD/milliers de m³



Sources : FMI, Euler Hermes

1,9 %

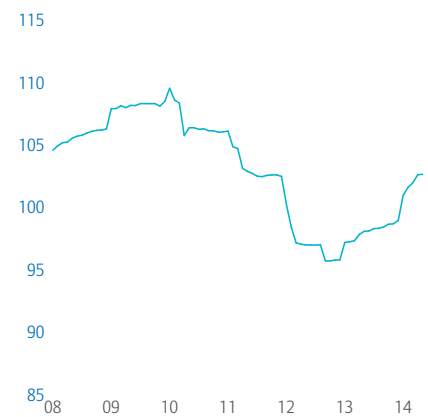
le poids des recettes du transit gazier

Moyen-Orient

ANDREW ATKINSON, DIDIER MOIZO

Des fissures dans le bâtiment ?

Indice des prix des logements
Dubai (2007, NCVS)



Sources : IHS Global Insight, Euler Hermes

■ Le secteur de la construction connaît un développement rapide, qui alimente une croissance relativement forte, notamment dans les pays du CCG. Pourtant, la spéculation pourrait menacer l'immobilier.

■ Les pays du CCG ne devraient pas être déstabilisés. Mais la confiance des investisseurs pourrait être mise à mal, à l'heure où le Qatar et les EAU sont passés de marchés frontiers à marchés émergents.

La construction, moteur de croissance

La croissance du secteur de la construction reste forte dans de nombreux pays du Moyen-Orient. Les besoins en infrastructures et en logements sont renforcés par des évolutions démographiques majeures, une urbanisation galopante, une volonté politique et des ressources financières. La construction constitue un moteur important de la croissance économique. Pourtant, ce cercle vertueux comporte des fragilités : le *boom* du bâtiment pourrait comporter des risques (renforcés par la spéculation) et toute correction, même maîtrisée, soulève la question de la pérennité de la vigueur actuelle de la croissance.

L'exemple frappant du Qatar...

Le plan de développement Vision Nationale du Qatar 2030 est porteur de grandes ambitions pour le pays et repose sur l'apport du secteur de la construction. Pourtant, des doutes sur les procédures d'appel d'offres ont récemment suscité des questions sur la légitimité du pays à organiser la Coupe du Monde de football 2022. Si les revenus de cet événement international devaient être moins importants (voire inexistant), les

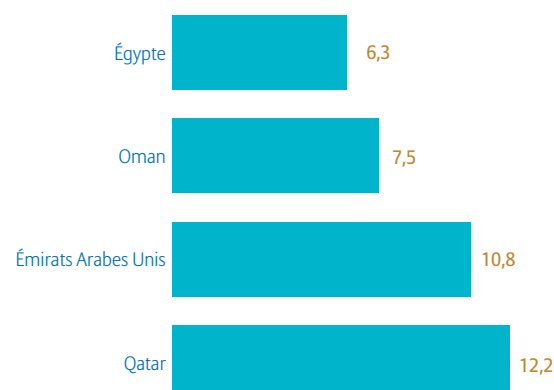
finances publiques ne seraient pas menacées d'une crise systémique, mais la construction et donc la croissance, s'en trouveraient affectées.

... qui avait été précédé de celui des EAU

À Dubaï, qui a connu une crise immobilière d'ampleur en 2009, le nombre de transactions foncières a augmenté de +11 % au T1 2014, à 15 694 opérations. Les prix des biens repartent en flèche, atteignant jusqu'à +43 % dans certains cas en 2013. Comme pour la Coupe du Monde au Qatar, la construction a été relancée à Dubaï

par l'Exposition universelle de 2020, les EAU en ayant remporté l'organisation en novembre 2013. Les loyers dubaïotes ont eux aussi nettement augmenté et des craintes de bulle immobilière font surface. Il ne faut pas oublier qu'entre 2008 et 2011, le marché de l'immobilier s'était effondré, avec des baisses de prix allant jusqu'à -60 %. La Bourse de Dubaï s'inscrit en repli de 25 % depuis la mi-mai, notamment en raison de la correction des valeurs immobilières et, surtout, des incertitudes entourant un *leader* de la construction.

Valeur ajoutée dans le secteur de la construction
en % du PIB réel en 2014



Sources : Oxford Economics, Euler Hermes

15 694

transactions
immobilières
à Dubaï au T1 2014

Chine

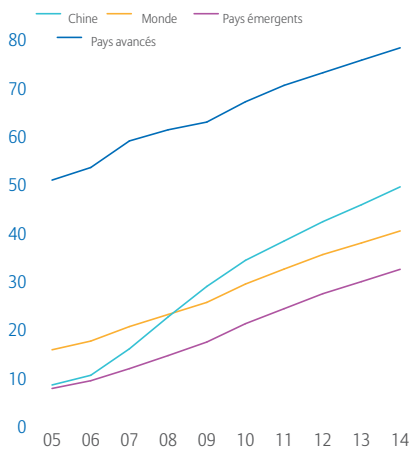
MAHAMOUD ISLAM, DIDIER MOIZO

e-commerce vs. petits-commerces

550
milliards
USD

de ventes au détail
en ligne

Taux d'utilisation d'Internet
% de la population totale



Sources : Union internationale des Télécommunications, Euler Hermes

e-commerce: un accélérateur de la consommation

En 2013, la Chine est devenue le plus grand marché de ventes au détail en ligne (297 milliards USD, 3,2 % de PIB), surpassant les États Unis (262 milliards USD) et les perspectives restent bien orientées. En 2015, le marché représenterait près de 5 % de PIB soit 550 milliards USD. Cette expansion permettrait d'accélérer le ré-équilibrage espéré par le gouvernement en faveur de la consommation des ménages. Elle favoriserait aussi le développement de secteurs tels que les activités de logistique, de *packaging* et de gestion des stocks, de traite-

ment des données et de sécurisation des systèmes informatiques, de conception et de gestion des portails internet.

Le bon mix: un consommateur plus riche, un taux d'équipement internet en hausse

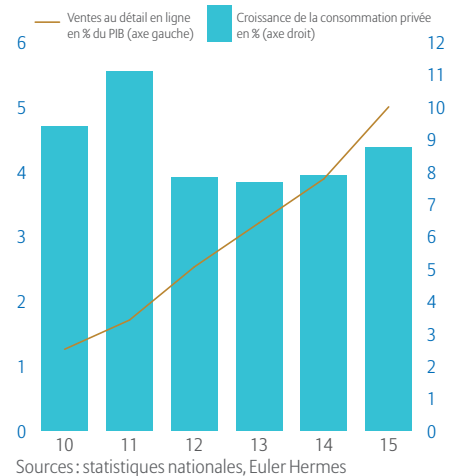
Les conditions d'un tel décollage semblent réunies. *Primo*, le revenu du consommateur chinois est en pleine expansion. En effet, les salaires sont appelés à progresser d'au minimum 11 % en 2014. *Secundo*, les opportunités restent larges grâce au déploiement du réseau internet. Fin 2013, le taux d'utilisateurs d'Internet a atteint 45,8 % en Chine avec 54 millions de nouveaux internautes, à mi-chemin entre les pays émergents (32,4 %) et les pays développés (78,3 %). La poursuite de l'augmentation de ce taux y compris dans les pays développés (3 points par an) laisse augurer d'un doublement potentiel du niveau actuel atteint en Chine, soit 422 millions d'utilisateurs d'internet supplémentaires.

Effet de substitution ou création de valeur ?

L'exemple américain, parmi les pays précurseurs dans le *e-commerce*, montre qu'un phénomène de substitution va s'opérer en Chine entre le commerce de détail traditionnel et le *e-commerce* sans créer de valeur ajoutée nette de façon si-

gnificative. Le *e-commerce* est un facteur de cannibalisation du commerce de détail en magasin. De plus, il suppose des investissements de mise en œuvre que les entreprises peu rentables ne pourront assumer d'autant qu'il favorise une pression à la baisse sur les prix de ventes qui sont souvent déjà fortement serrés dans nombre d'entreprises chinoises. Enfin, le *e-commerce* peut également pénaliser les entreprises locales, de la production à la vente au détail. En effet, il tend à estomper la notion de frontières, renforçant la concurrence avec des pays proches, tel le Vietnam, proposant des produits moins chers, à l'exemple des composants électroniques. À terme, ceci pourrait être préjudiciable aux entreprises chinoises.

Consommation privée et ventes en ligne



Sources : statistiques nationales, Euler Hermes

Japon

MAHAMOUD ISLAM, MARC LIVINEC

L'énergie sous tension

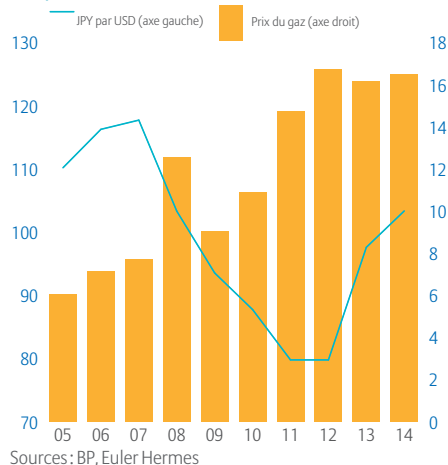
+17%

hausse du coût de l'électricité
entre 2010 et 2013

L'électronique et le papier, deux secteurs en difficulté malgré le retour de la croissance

La croissance japonaise est attendue à +1,4 % en 2014 et à +1,2 % en 2015, au-dessus donc de sa moyenne de long terme car portée par un "Policy-mix" pro croissance. Cette performance pourrait s'avérer fragile, étant donné la contrainte de coût pesant sur quelques-unes des principales industries électro-intensives du Japon, et plus particulièrement les fabricants d'appa-

Prix du gaz au Japon USD/Mbtu



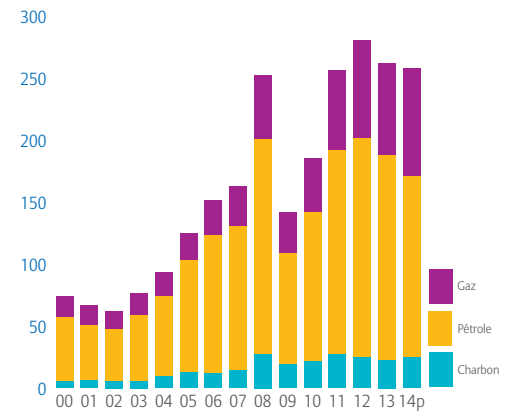
Sources : BP, Euler Hermes

reils électriques, de composants électroniques ainsi que les papetiers. De manière générale, le Japon a toujours été tributaire des variations de sa facture énergétique. Depuis la catastrophe nucléaire de Fukushima en mars 2011, il a vu ses importations énergétiques augmenter de 41 % à 262 milliards USD entre 2010 et 2013. Elles représentaient même en début d'année le tiers de ses importations totales. L'arrêt de ses 54 réacteurs nucléaires dont il tirait 30 % de son énergie électrique a renchéri tout autant le coût de son électricité de +17 % sur la période 2010-2013. Or celle-ci rentre à hauteur de 35 % dans le coût de production d'un produit à base de silicium nécessaire à tout composant électronique. Il en est de même pour le secteur papetier japonais. La hausse du coût de son électricité a majoré le coût de production de ses papiers; il s'élevait à 660 USD la tonne en moyenne sur 2013, comparativement à 580 USD en Europe et jusqu'à moitié moins en Russie.

Les marges soumises à rude pression

Pour ces deux secteurs tout particulièrement, comme pour ceux né-

Importations énergétiques du Japon USD milliards



Sources : Chelem, ITC, Euler Hermes

cessitant un approvisionnement conséquent en électricité (métallurgie, chimie), les pressions à la baisse sur les marges vont être fortes. Du côté de la demande, la croissance mondiale devrait rester modérée à 2,8 % en 2014, toujours en deçà des 3 % limitant dès lors les débouchés à l'export. Du côté de l'offre, en plus du coût des matières en hausse, ces secteurs sont confrontés à des variations de change aux effets ambigus et à une évolution défavorable des coûts salariaux. En effet, pour soutenir la croissance, un des piliers de la politique menée par Shinzo Abe aura été l'usage d'une politique monétaire extrêmement agressive induisant une forte dépréciation du yen (-15 % depuis décembre 2012). S'il est vrai que cette politique se traduit par une amélioration de la compétitivité japonaise stimulant quelque peu l'export (+2 % et +4 % en 2013 et 2014), le revers de la médaille réside dans le renchérissement des coûts d'approvisionnement. En outre, la hausse de l'inflation ainsi que la forte amélioration du marché de l'emploi exerce une pression à la hausse sur les salaires et par conséquent sur les coûts de production des entreprises japonaises.



Déjà parus

- N° 1188 ■ **Les dossiers**
Transports — Un monde à deux vitesses
- N° 1189-1190 ■ **Conjoncture, risques économiques et défaillances**
Sixième année de crise, même les Mayas n'avaient pas prévu ça !
- N° 1191 ■ **Secteurs internationaux**
Mais où donc est passée la demande ?
- N° 1192 ■ **Les dossiers**
Les Routes du Commerce — Ce qui a changé, ce qui va changer
- N° 1193 ■ **Conjoncture, risques économiques et défaillances**
L'Europe, toujours à la recherche d'un second souffle
- N° 1194 ■ **Les défaillances d'entreprises dans le monde**
La vraie crise, celle des faillites d'entreprises
- N° 1195-1196 ■ **Conjoncture, risques économiques et défaillances**
Le monde à la croisée des chemins
- N° 1197 ■ **Secteurs internationaux**
Concilier (dés) illusions économiques et risques financiers
- N° 1198 ■ **Les dossiers**
Méditerranée — Une mer d'opportunités malgré les vagues

- N° 1199 ■ **Conjoncture et risques économiques**
Reprise à feu doux
 - N° 1200-1201 ■ **Les défaillances d'entreprises dans le monde**
Recoller les morceaux — Moins de défaillances, sauf en Europe
 - N° 1202-1203 ■ **Conjoncture et risques économiques**
10 nouvelles règles du jeu pour 2014 — Revenir dans le match
 - N° 1204 ■ **Secteurs internationaux**
Tout vient à point à qui sait attendre — Un secteur sur quatre dans le vert en 2014
 - 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
- À paraître
- N° 1210 ■ **Les dossiers**



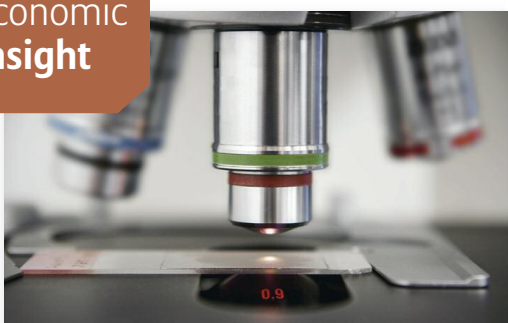
www.youtube.com



www.eulerhermes.com



Economic Insight



- *The European electricity market under strong pressure* ► 2014-07-05 (En, Fr)
- *Road transport: Labor costs explain the large gap in profitability in Europe* ► 2014-07-08 (En, Fr)
- *Thailand: Another coup challenges the country's economic resilience!* ► 2014-06-06 (En)
- *2014 World Cup: more inflation than growth in Brazil* ► 2014-06-06 (En)
- *Ça roule pour le pneu* ► 17-04-2014 (Fr, En)
- *Putinomics: Tightrope walking* ► 2014-04-10 (En)
- *Renzimania: Will charm survive tough reforms?* ► 2014-04-09 (En)
- *The reindustrialization of the U.S.: A 2014 update* ► 2014-04-02 (En)
- *Fewer non-payments in 2013 for Italian companies, but more severe* ► 2014-02-19 (En)
- *China: 6 firms out of 10 managed to reduce their payment terms in 2013* ► 2014-02-17 (En)
- *The Fragile 10: Turbulences but no crash* ► 2014-02-06 (En)
- *Frequently Asked Questions (FAQ) on deflation risk in the eurozone* ► 2014-02-16 (En)

Country Report



- Belgique ► 30-06-2014
- Burkina-Faso ► 30-06-2014
- Chili ► 30-06-2014
- Chine ► 30-06-2014
- Colombie ► 30-06-2014
- Côte d'Ivoire ► 30-06-2014
- Croatie ► 30-06-2014
- Rép. tchèque ► 30-06-2014
- France ► 30-06-2014
- Allemagne ► 30-06-2014
- Grèce ► 30-06-2014
- Hongrie ► 30-06-2014
- Inde ► 30-06-2014
- Irlande ► 30-06-2014
- Italie ► 30-06-2014
- Malaisie ► 30-06-2014
- Maroc ► 30-06-2014
- Namibie ► 30-06-2014
- Nicaragua ► 30-06-2014
- Nigeria ► 30-06-2014
- Panama ► 30-06-2014
- Pérou ► 30-06-2014
- Pologne ► 30-06-2014
- Portugal ► 30-06-2014
- Sénégal ► 30-06-2014
- Serbie ► 30-06-2014
- Singapour ► 30-06-2014
- Afrique du Sud ► 30-06-2014
- Espagne ► 30-06-2014
- Tanzanie ► 30-06-2014
- Thaïlande ► 30-06-2014
- Turquie ► 30-06-2014
- Émirats Arabes Unis ► 30-06-2014
- Royaume-Uni ► 30-06-2014
- États-Unis ► 30-06-2014

Industry Report



- *Machinery and Equipment in Italy: Preparing its comeback* ► 2014-06-23 (En)
- *La pharmacie en Chine: à plein volume* ► 2014-06-24 (En, Fr)
- *High-Tech in the Netherlands: a gem at the heart of Europe* ► 2014-04-29 (En)
- *La pharmacie en Russie: un marché en forte croissance qui a surtout profité aux laboratoires occidentaux (jusqu'ici)* ► 18-04-2014 (Fr, En)
- *The chemicals industry in Germany: Challenging times ahead despite a recent gasp of relief* ► 2014-04-16 (En)
- *The Italian wine industry: In vino veritas; leading the way out of the crisis* ► 2014-04-15 (En)
- *Baumärkte Deutschland: 2014 - noch ein verregnetes Jahr?* ► 2014-04-18 (De)
- *Secteur de la construction en France: valoriser un potentiel de croissance en accélérant la sortie de crise* ► 26-03-2014 (Fr)

Implantations

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

www.eulerhermes.com

► Afrique du Sud

Contacteur Italie

► Allemagne

Euler Hermes Deutschland AG
Friedensallee 254
22763 Hambourg
Tél. : + 49 40 88 34-0

Garanties fédérales pour Crédits
à l'Exportation
Friedensallee 254
22763 Hambourg
Tél. : + 49 40 88 34 90 00

Euler Hermes Collections GmbH
Zeppelinstr. 48
14471 Postdam
Tél. : + 49 331 27890-000

► Arabie Saoudite

Contacteur Émirats Arabes Unis

► Argentine

Solunion
Av. Corrientes 299 - 2° Piso
C1043AAC CABA,
Buenos Aires
Tél. : + 54 11 4320 7157/77

► Australie

Euler Hermes Australie Pty Ltd
Agents Pty Ltd.
Level 9, Forecourt Building
2 Market Street
Sydney, NSW 2000
Tél. : + 61 2 8258 5108

► Autriche

Prisma Kreditversicherungs-AG
Himmelpfortgasse 29
1010 Vienne
Tél. : + 43 5 01 02-0

Euler Hermes Collections GmbH
Sweigniederlassung Österreich
Handelskai 388
1020 Vienne
Tél. : + 43 1 90 81 771

► Bahreïn

Contacteur Émirats Arabes Unis

► Belgique

Euler Hermes Europe S.A. (N.V.)
Avenue des Arts — Kunstlaan, 56
1000 Bruxelles
Tél. : + 32 2 289 3111

► Brésil

Euler Hermes Seguros de Crédito S.A.
Avenida Paulista, 2,421 — 3° andar Jardim
Paulista
São Paulo / SP 01311-300
Tél. : + 55 11 3065 2260

► Canada

Euler Hermes Services Canada, Inc.
1155, Boulevard René-Lévesque Ouest Bureau
1702
Montréal Québec H3B 3Z7
Tél. : + 514 876 9656

► Chili

Solunion
Ave. Presidente Kennedy 5735
Of. 801, Torre Poniente
Las Condes
Santiago
Tél. : + 56 2 246 1786

► Chine

Euler Hermes Consulting (Shanghai) Co.,
Ltd.
Unit 2103, Taipint Finance Tower, N°488
Middle Yincheng Road, Pudong New Area,
Shanghai, 200120
Tél. : + 86 21 6030 5900

► Colombie

Solunion
Calle 72 6-44 Piso 3 - edificio APA
Bogota
Tél. : + 571 326 4640

► Corée du Sud

Euler Hermes Credit Underwriters (HK)
Ltd.
Korea Liaison Office
Rm 1411, 14/F, Sayong - Platinum Bldg
156, Cheokseon-dong,
Chongro-ku,
Séoul 110-052,
Tél. : + 82 2 733 8813

► Danemark

Euler Hermes Danmark, filial af
Euler Hermes Europe S.A. Belgium
Amerika Plads 19
2 100 Copenhagen O
Tél. : + 45 88 33 3388

► Émirats Arabes Unis

Euler Hermes
c/o Alliance Insurance (PSC)
Warba Centre, 4th Floor - Office 405 - PO Box
183957
Dubai
Tél. : + 971 4 211 6005

► Espagne

Solunion
Avda. General Perón, 40
28020 Madrid
+34 902 400 903
www.solunionseguros.com

► Estonie

Contacteur Finlande

► États-Unis

Euler Hermes North America
Insurance Company
800 Red Brook Boulevard
Owings Mills, MD 21117
Tél. : + 1 410 753 0753

Euler Hermes UMA Inc. (Trade Debt
Collections)
600 South 7th Street
Louisville, KY 0201-1672
Tél. : +1 800-237-9386

► Finlande

Euler Hermes Europe S.A.
Suomen sivuliike
Mannerheimintie 105
00280 Helsinki
Tél. : + 358 10 850 8500

► France

Euler Hermes France SA
Euler Hermes Collections
Euler Hermes World Agency
1, Place des Saisons
92 048 Paris La Défense
Tél. : + 33 1 84 11 50 50

► Grèce

Euler Hermes Emporiki SA
16 Laodikias Street & 1-3 Nymfeou Street
115 28 Athènes
Tél. : + 30 210 69 00 000

► Hong Kong

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

► Hongrie

Euler Hermes Europe S.A.
Magyarországi Fióktelepe
Kiscelli u. 104
1037 Budapest
Tél. : +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
Tél. : +91 22 6623 2525

► Indonésie

PT Asuransi Allianz Utama Indonesia
Summitmas II. Building, 9th Floor
Jl. Jenderal Sudirman Kav 61-62
Jakarta 12190
Tél. : +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
Tél.: +97 23 796 2444

► **Italie**

Euler Hermes Europe S.A.
Rappresentanza generale per l'Italia
Via Raffaello Matarazzo, 19
00139 Rome
Tél.: +39 06 8700 1

► **Japon**

Euler Hermes Deutschland AG, Japan
Branch
Kyobashi Nishshoku Bldg 7th floor
8-7, Kyobashi, 1-chome,
Chuo-Ku
Tokyo 104-0031
Tél.: +81 3 35 38 5403

► **Koweït**

Contacteur Émirats Arabes Unis

► **Lettonie**

Contacteur Pologne

► **Lituanie**

Contacteur Pologne

► **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 Abdelatif Ben Kaddour
20 050 Casablanca
Tél.: +212 5 22 79 03 30

► **Mexique**

Solunion
Torre Polanco
Calzada Mariano Escobedo No. 476, Piso 15
Colonia Nueva Anzures
Delegación Miguel Hidalgo
Mexico D.F.C.P. 11590
Tél.: +52 55 5201 7900

► **Norvège**

Euler Hermes Norge
Holbergsgate 21 P.O. Box 6 875
St. Olavs Plass
0130 Oslo
Tél.: +47 2 325 6000

► **Nouvelle Zélande**

Euler Hermes New Zealand Ltd
Level 1, 152 Fanshawe Street
Auckland 1010
Tél.: +64 9 354 2995

► **Oman**

Contacteur Émirats Arabes Unis

► **Pays-Bas**

Euler Hermes Nederland NV
Pettelaarpark 20
5216 PD's-Hertogenbosch
Tél.: +31 73 688 9999

► **Philippines**

Contacteur Singapour

► **Pologne**

Towarzystwo Ubezpieczen Euler Hermes
S.A.
ul. Domaniewska 50 B
02-672 Varsovie
Tél.: +48 22 363 6363

► **Portugal**

COSEC Companhia de Seguro de
Créditos, S.A.
Avenida da República, n° 58
1069-057 Lisbonne
Tél.: +351 21 791 37 00

► **Qatar**

Contacteur Émirats Arabes Unis

► **République tchèque**

Euler Hermes Europe S.A.
organizacni slozka
Molákova 576/11
186 00 Prague 8
Tél.: +420 266 109 511

► **Roumanie**

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

► **Royaume-Uni**

Euler Hermes UK
1 Canada Square
Londres E14 5DX
Tél.: +44 20 7 512 9333

► **Russie**

Euler Hermes Credit Management OOO
Office C08, 4-th Dobryninskiy per., 8,
Moscou, 119049
Tél.: +7 495 98128 33 ext.4000

► **Singapour**

Euler Hermes Singapore Services Pte Ltd
12 Marina View
#14-01 Asia Square Tower 2
Singapore 018961
Tél.: +65 6297 8802

► **Slovaquie**

Euler Hermes Europe SA, poboka
poist'ovne z ineho clenkeho statu
2012: Plynárenská 7/A
82109 Bratislava
Tél.: +421 2 582 80 911

► **Sri Lanka**

Contacteur Singapour

► **Suède**

Euler Hermes Sverige filial
Klarabergsviadukten 90 - P.O. Box 729
101 64 Stockholm
Tél.: +46 8 55 51 36 00

► **Suisse**

Euler Hermes Deutschland AG,
Zweig Niederlassung Wallisellen
Richtiplatz 1
Postfach
8304 Wallisellen
Tél.: +41 44 283 65 65
Tél.: +41 44 283 65 85 (Reinsurance)

► **Taiwan**

Contacteur Hong Kong

► **Thaïlande**

Allianz C.P. General Insurance Co., Ltd
323 United Center Building, 30 th Floor
Silom Road.
Bangrak, Bangkok 10500
Tél.: +66 2638 9000

► **Tunisie**

Contacteur Italie

► **Turquie**

Euler Hermes Sigorta A.s.
Maya Akar Center
Buyukdere Cad. No:100 K:7,
34394, Esentepe / Istanbul
Tel: +90 212 2907610

► **Vietnam**

Contacteur Singapour Av. Condo 299
C1043AAC CBA,
Buenos Aires
Phone: +54 11 4320 9048



Le Bulletin Économique

est publié mensuellement par la Direction des Études Économiques
du Groupe Euler Hermes

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 du Groupe Euler Hermes. 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 du Groupe Euler Hermes 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

