

Les défaillances d'entreprises  
dans le monde

# Le Bulletin Économique N° 1211-1212

octobre-novembre 2014

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

## Le ver est dans le fruit

Délais et retards de paiement,  
impayés et défaillances d'entreprises :  
nos prévisions pour 2015

© 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° 1211-1212

Les défaillances d'entreprises  
dans le monde

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

**Directeur de la publication et Chef Économiste:** Ludovic Subran

**Études macroéconomiques et risques pays:** David Semmens (Responsable), Frédéric Andrès, Andrew Atkinson, Ana Boata, Mahamoud Islam, Dan North, Daniela Ordóñez, Manfred Stamer (Économistes pays)

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

**Édition:** Martine Benhadj

**Conception graphique:** Claire Mabille  
**Crédit photo:** Allianz

**Support:** Laëticia Giordanella (Assistante), Sarah Bosse-Platière, Claudia Huisman, 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](mailto:research@eulerhermes.com) ► Euler Hermes Group – Société anonyme à directeur et conseil de surveillance au capital de 14 509 497 €, RCS Paris B 388 236 853

**Impression:** Imprimerie Adelinet 27500 Pont Audemer – Dépôt légal octobre-novembre 2014; issn 1162 – 2881 ■ *Achévé de rédiger le 18 novembre 2014*

- |  |  |
|--|--|
| <p>3 <b>ÉDITORIAL</b></p> <p>4 <b>VUE D'ENSEMBLE</b></p> <p>10 <b>CARTE DES DÉFAILLANCES PRÉVISIONS 2015</b></p> <p>12 <b>CHINE</b><br/>■ Des fissures dans la <i>Grande Muraille</i></p> <p>13 <b>RUSSIE</b><br/>■ Se préparer au pire en espérant le meilleur</p> <p>14 <b>ALLEMAGNE</b><br/>■ Jusqu'ici, tout va bien...</p> <p>15 <b>POLOGNE</b><br/>■ Entre le marteau et l'enclume</p> <p>16 <b>FRANCE</b><br/>■ Travaux en cours</p> <p>17 <b>ITALIE</b><br/>■ À vos marques, prêt...</p> <p>18 <b>PAYS-BAS</b><br/>■ Au rythme du commerce mondial</p> <p>19 <b>ESPAGNE</b><br/>■ Ne pas relâcher la pression</p> <p>20 <b>ROYAUME-UNI</b><br/>■ On y croit!</p> <p>21 <b>ÉTATS-UNIS</b><br/>■ Pas à pas</p> | <p>22 <b>PRINCIPALES DÉFAILLANCES DANS LE MONDE EN 2014</b></p> <p>24 <b>NOS PUBLICATIONS</b></p> <p>26 <b>IMPLANTATIONS</b></p> |
|--|--|



# Le diable se cache dans les détails

LUDOVIC SUBRAN

Alors que nous nous apprêtons tous à tourner la page de 2014, le moment est venu de faire le point sur la situation des entreprises dans le monde, notamment en termes de retards de paiement, d'impayés et de défaillances. L'année a apporté son lot de bonnes nouvelles : à l'échelle mondiale, les faillites ont baissé de -12 % et les retards de paiement ont également diminué, pour la première fois depuis 2011, de près de -30 %. Mais il y a des ombres au tableau. Le faux départ de l'économie mondiale s'est traduit par une stabilité des chiffres d'affaires dans de trop nombreux pays. S'y ajoutent les zones névralgiques, caractérisées par des problèmes de financement à court terme, et la lenteur des réformes structurelles dans plusieurs économies avancées et pays émergents. Dans ce contexte, les défaillances d'entreprises restent malheureusement supérieures de 12 % à leurs niveaux d'avant-crise. Les turbulences perdurent et les entreprises ne peuvent pas se permettre d'être prises au dépourvu. Dès lors, à quoi peut-on s'attendre en 2015 ? Le second semestre 2014 s'avère contrasté, les délais de paiement continuant d'augmenter d'un jour par an depuis 2010, pour atteindre 73 jours à la fin de l'année, tandis que les impayés ont bondi de +23 %, une hausse essentiellement due à la Chine et à la Russie. Nous anticipons donc un ralentissement de la baisse des faillites en 2015, à -3 % seulement, car la croissance, les échanges et le financement ne s'amélioreront que modérément, tandis que des menaces potentielles planent sur la demande, les liquidités et les politiques. Mais le diable se cache dans les détails et l'examen de la situation

aux plans sectoriel et régional fait apparaître de fortes disparités : le secteur des matières premières connaît encore d'importantes faillites parce que la baisse des prix du pétrole entraîne une chute rapide des marges ; au Royaume-Uni, la distribution profite d'un retour de la confiance après des années de restructurations difficiles ; l'Italie quant à elle reste en proie à la récession. Il est essentiel de faire la part des choses en termes de risques. Réactions excessives et généralisations sont dangereuses dans la confusion propre au monde d'aujourd'hui. Ce désordre n'est malheureusement pas nouveau, mais nous sommes de mieux en mieux informés et de plus en plus connectés les uns aux autres. Une entreprise peut être basée au Royaume-Uni, avoir des actionnaires américains, des fournisseurs chinois et des clients russes – ce qui rend la tâche de son directeur financier bien plus intéressante. Il faut donc distinguer le signal du bruit et adapter la boîte à outils aux difficultés à venir. Nous usons tous de comparaisons météorologiques, et en termes d'exactitude, les prévisions des économistes n'ont rien à envier à celles des météorologues ! Ces temps-ci, vous vous levez et dehors, il pleut (ou du moins le journal dit qu'il va pleuvoir). Que faire ? Rester au chaud ou sortir affronter les éléments ? Les parapluies n'ont pas été inventés pour rien et il serait dommage de s'enfermer au risque de rater les éclaircies, n'est-ce pas ?

# Le ver est dans le fruit

Délais et retards de paiement, impayés et défaillances d'entreprises : nos prévisions pour **2015**

FARAH ALLOUCHE, MAXIME LEMERLE, MARC LIVINEC, DIDIER MOIZO, SERGEY ZUEV

**Si les défaillances d'entreprises s'affichent en baisse à l'échelle mondiale, les pressions financières ainsi que des risques de contrepartie subsistent. Le tableau s'avère aussi très contrasté selon les régions et les secteurs considérés.**

- Les défaillances d'entreprises diminueront comme prévu en 2014 (-12 %);
- En outre, cette année, les retards de paiement enregistreront leur première baisse depuis 2011 (-30 %);
- Toutefois, notre Indice global des défaillances d'entreprises reste 12 % au-dessus de son niveau d'avant-crise alors que la croissance et les problèmes de financement demeurent aigus dans plusieurs pays;
- Le délai clients (DSO) se dégrade à nouveau au premier semestre 2014: il devrait atteindre 73 jours en moyenne dans le monde sur l'ensemble de l'année contre moins de 69 jours en 2010;

## 16 pays

connaîtront en 2015 une hausse ou une stabilisation du nombre de défaillances d'entreprises







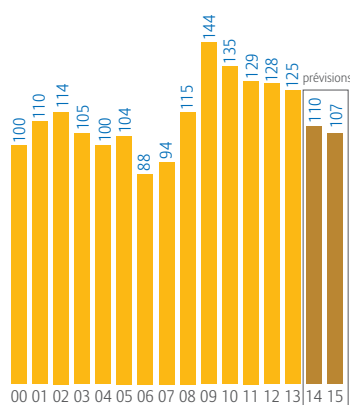
- Enfin, le nombre d'impayés devrait globalement augmenter de +23 % en 2014, dopé par les hausses enregistrées en Russie et en Chine ;
- Ces sources de turbulences devraient ralentir le rythme de baisse des défaillances d'entreprises : -3 % en 2015.

### La faiblesse et la volatilité de la croissance économique ainsi que les difficultés de financement continuent à peser sur la rentabilité et les trésoreries d'entreprises

La reprise mondiale demeure fragile, sans aucune réelle accélération en vue. Les prévisions de croissance mondiale ont été révisées à la baisse pour 2015 (à +2,9 % en termes réels contre +2,6 % en 2014), ce qui en ferait la quatrième année consécutive de croissance inférieure à +3 %, un rythme bien plus lent que celui d'avant-crise. Parallèlement, le commerce mondial ne devrait augmenter que d'un point de pourcentage, passant de +3,7 % en 2014 à +4,5 % en 2015 – contre +7,5 % en moyenne entre 2002 et 2007. En outre, la reprise demeure inégalement répartie entre les régions et les pays. Le Royaume-Uni et les États-Unis tirent la croissance mondiale tout en ayant leurs propres problèmes à régler : plutôt que d'investir, les entreprises américaines privilégient la distribution de dividendes et le rachat d'actions ; un mouvement qui pourrait même s'amplifier depuis que la Fed a tourné la page de l'assouplissement quantitatif et que les marchés commencent à donner des signes d'incertitude accrue. L'économie allemande, jusqu'ici moteur de la croissance économique dans la zone Euro, a décélé

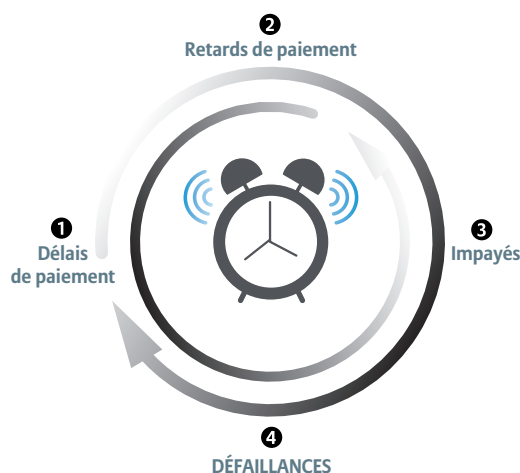
#### Indice global des défaillances Euler Hermes

(Niveau annuel, base 100 = 2000)



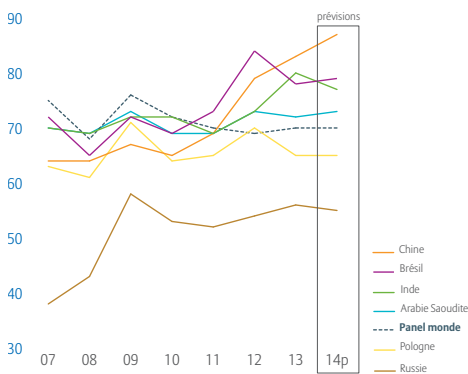
Source : Euler Hermes

#### Un cercle vicieux ?



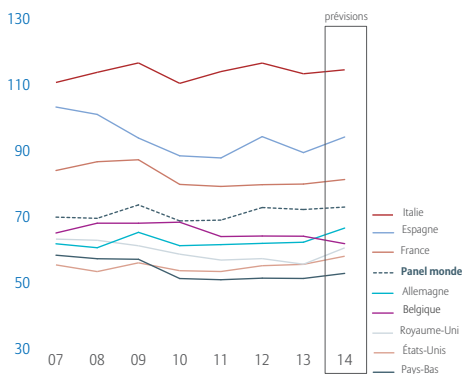
Source : Euler Hermes

### Évolution du DSO moyen dans les pays émergents (en nombre de jours)



Sources : Bloomberg, Euler Hermes

### Évolution du DSO moyen dans les économies avancées (en nombre de jours)



Sources : Bloomberg, Euler Hermes

► de manière inquiétante au cours des deux derniers trimestres venant assombrir les perspectives européennes (PIB en hausse de +1,0 % seulement en 2015 contre +0,7 % en 2014). La zone Euro semble de surcroît davantage exposée aux vents déflationnistes : le taux d'inflation est largement inférieur à l'objectif de 2 % visé par la BCE et la forte baisse des prix de l'énergie depuis l'été dernier aggrave la situation. En soi, le recul du prix du pétrole constitue un symptôme de l'affaiblissement de l'économie mondiale. En Chine, deuxième pays consommateur d'or noir au monde, la "nouvelle norme" économique se traduit par une croissance plus lente – laquelle constitue une tendance de fond sur les marchés émergents. La reprise mondiale reste donc à la merci de risques baissiers (assèchement du crédit en Chine, resserrement monétaire chaotique aux États-Unis, tensions géopolitiques). Dans un tel environnement, les chiffres d'affaires des entreprises sont souvent volatiles ou juste stables ou augmentent moins vite que prévu. Cette situation concourt à une intensification de la concurrence en matière de prix, à de nouvelles pressions sur la rentabilité et à des besoins de financement supplémentaires (en fonds de roulement ou en investissement). Dans plusieurs pays, le crédit reste de facto entravé par de nouvelles réglementations du côté de l'offre, ou bien par des niveaux d'endettement (excessifs) ou de rentabilité (insuffisants) du côté de la demande. Dans ce contexte, le délai clients (DSO) sert de plus en plus d'instrument de financement, avec un risque d'effet domino à la clé.

## À l'échelle mondiale, le délai clients moyen semble recommencer à s'allonger

Selon notre panel, le DSO  moyen est resté plus ou moins stable dans une fourchette de 69-72 jours durant les huit dernières années. Pour autant, il a commencé à se dégrader en 2012 avant de se stabiliser à un plus haut de 72 jours en 2013. Euler Hermes anticipe cette année une répétition de la tendance de 2012 du fait de l'augmentation du DSO moyen de notre panel à 73 jours observée au titre du premier semestre 2014. Cette détérioration s'explique en partie par l'atonie prolongée des économies européennes qui empêche leurs entreprises de négocier de meilleures conditions de paiement. Autre point intéressant mis en lumière par notre panel, l'accélération de la croissance économique aux États-Unis ne se traduit pas par une amélioration des délais de paiements chez les entreprises américaines – alors qu'elles se sont légèrement améliorées au Royaume-Uni par exemple.

Le tableau n'est pas à noircir outre mesure. En Europe de l'Est (Pologne et Russie), le DSO apparaît inférieur depuis 2010 à la moyenne de notre panel global. La Russie est même parvenue à maintenir son DSO inférieur à deux mois (53 jours). Au sein des économies avancées, l'Allemagne, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et les États-Unis ont conservé un DSO inférieur à la moyenne de notre panel. En 2013, les Pays-Bas





### DSO (Days Sales Outstanding), délai client

Il mesure le nombre de jours qui s'écoule en moyenne entre une vente et la réception du paiement correspondant ; les données proviennent de la base de données Bloomberg, portant sur plus de 12 300 entreprises cotées, issues de 11 secteurs et 15 pays représentant 65 % du PIB mondial de 2014 (États-Unis, Chine, Allemagne, France, Royaume-Uni, Brésil, Italie, Russie, Inde, Espagne, Turquie, Pays-Bas, Arabie saoudite, Pologne et Belgique).

### Incidents de paiement

Il existe deux types d'incidents : les retards de paiement (allongement du délai de paiement, rééchelonnement) et les impayés (créances non recouvrées). Les incidents de paiement se fondent sur les données internes d'Euler Hermes, collectées quotidiennement dans 17 secteurs et 10 pays représentant 55 % du PIB mondial de 2014 (États-Unis, Chine, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie, Russie, Espagne, Pays-Bas et Pologne).

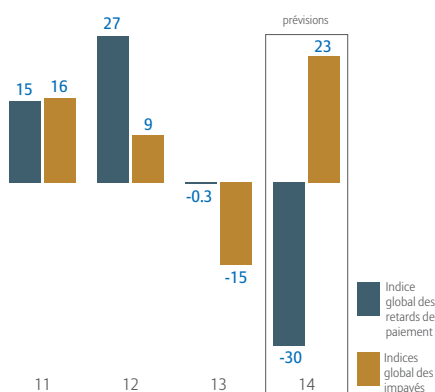
### Indice global des retards de paiement

Moyenne annuelle pondérée de l'évolution des retards de paiement enregistrés au sein du panel d'Euler Hermes, chaque pays étant pondéré en fonction de la taille de son PIB.

### Indice global des impayés

Moyenne annuelle pondérée de l'évolution des impayés enregistrés au sein du panel d'Euler Hermes, chaque pays étant pondéré en fonction de la taille de son PIB.

### Indices globaux Euler Hermes des retards de paiement et des impayés (Évolution annuelle en %)



Source : Euler Hermes

## Évolution des retards de paiement et des impayés (variation annuelle en %)

Retards de paiement	2011	2012	2013	2014p
Russie	-33 %	39 %	72 %	45 %
Chine	51 %	-5 %	15 %	-22 %
France	-36 %	-22 %	-20 %	-25 %
<b>Indice global des retards de paiement</b>	<b>15 %</b>	<b>27 %</b>	<b>-0.3 %</b>	<b>-30 %</b>
Royaume-Uni	-5 %	-7 %	-28 %	-34 %
États-Unis	-2 %	23 %	-1 %	-37 %
Pays-Bas	-5 %	10 %	-17 %	-38 %
Pologne	30 %	48 %	-41 %	-40 %
Allemagne	7 %	7 %	-16 %	-41 %
Espagne	131 %	476 %	-12 %	-44 %
Italie	85 %	26 %	-20 %	-53 %

Source : Euler Hermes

Impayés	2011	2012	2013	2014p
Russie	-14 %	132 %	105 %	161 %
Chine	78 %	64 %	-43 %	103 %
<b>Indice global des impayés</b>	<b>16 %</b>	<b>9 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>23 %</b>
France	9 %	-5 %	-5 %	1 %
États-Unis	6 %	-38 %	-20 %	-3 %
Royaume-Uni	5 %	20 %	-21 %	-9 %
Espagne	5 %	52 %	27 %	-11 %
Allemagne	-31 %	-15 %	-15 %	-21 %
Italie	23 %	34 %	-22 %	-26 %
Pays-Bas	-16 %	49 %	-30 %	-31 %
Pologne	-3 %	23 %	25 %	-35 %

se classaient premier avec un DSO moyen à moins de 52 jours.

Il convient néanmoins d'avoir une vue globale de la situation et les améliorations observées dans certains pays ne doivent pas masquer une dégradation générale. À cet égard, l'Italie déçoit avec un DSO moyen toujours supérieur à 110 jours par an. La France et l'Espagne font un peu mieux mais la tendance reste élevée. Dernier phénomène à ne pas négliger : la détérioration continue du DSO chinois sur les quatre dernières années, qui est révélatrice des difficultés liées aux nouvelles modalités de financement des entreprises locales, les banques ayant été incitées à durcir leurs conditions d'octroi de crédit.

## La Russie et la Chine pâtissent d'une augmentation des impayés en 2014

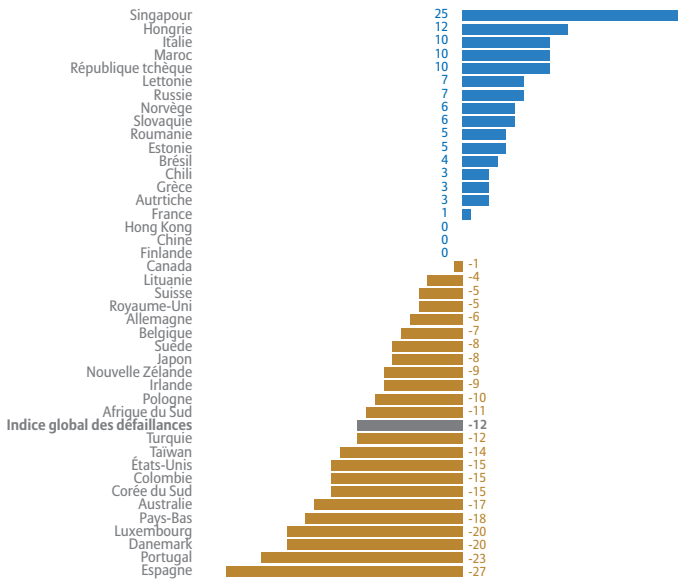
Après plusieurs années consécutives de hausse, l'Indice global des retards de paiement et l'Indice global des impayés ont atteint un pic en 2012, la plupart des pays de notre panel ayant été particulièrement affectés par les retards de paiement. Ainsi, l'Espagne a vu le nombre total des retards de paiement quasiment quintupler, tandis que la performance moyenne non pondérée de notre panel ressort à +32 % pour les impayés et +60 % pour les retards de paiement. L'an dernier, le nombre d'incidents de paiement s'améliorait sensiblement à l'échelle mondiale, l'Indice des retards de paiement s'étant stabilisé et l'Indice des impayés ayant reculé de -15 %. La corrélation entre les retards de paiement

et les impayés reste inégale d'un pays à l'autre en raison notamment des particularités de chaque État en matière de pratiques commerciales et de systèmes juridiques. La performance globalement positive de 2013 pourrait s'avérer seulement temporaire : en 2014, le ratio impayés/retards de paiement devrait avoir renoué avec ses niveaux de 2011 (65 %).

En matière de retards de paiement, la poursuite de la dynamique positive observée au premier semestre 2014 assurera de nouveau une excellente performance annuelle. Notre Indice global des retards de paiement devrait s'inscrire en baisse de -30 % grâce à une amélioration générale du panel (à l'exception de la Russie). Cependant, ces progrès ne suffiront pas à effacer les augmentations de 2011 et 2012, et notre Indice restera légèrement au-dessus de son niveau de 2010 (+2 %). Par ailleurs, les toutes dernières tendances en termes de DSO suscitent des inquiétudes quant à l'évolution des retards de paiement et impayés en 2015.

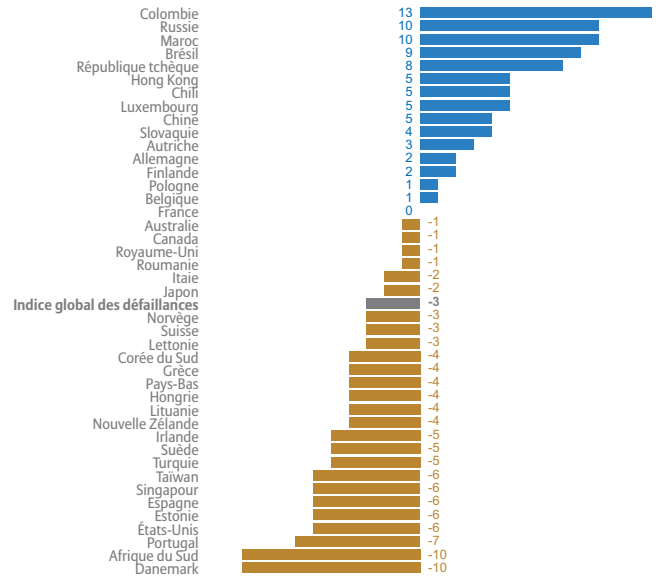
L'Indice global des impayés devrait de son côté enregistrer une hausse de +23 % en 2014. Les principales causes sous-jacentes de cette augmentation sont les estimations pour 2014 des incidents de paiement en Chine (+103 %) – 2<sup>e</sup> économie de notre panel – et en Russie (+161 %). Néanmoins, il existe d'autres tendances inquiétantes. La diminution du nombre d'impayés a déjà ralenti au premier semestre 2014 dans certaines grandes économies mondiales : les États-Unis et le Royaume-Uni n'enregistreront qu'une baisse respective de -3 % et -9 % des impayés en 2014 contre -20 % et -21 % en 2013 tandis qu'en France, la tendance devrait s'inverser (hausse de +1 % cette année après une baisse de -5 % l'an dernier), freinant le recul des faillites d'entreprises.

**Défaillances - estimations 2014**  
(variation annuelle en %)



Sources : sources nationales, estimations Euler Hermes

**Défaillances - prévisions 2015**  
(variation annuelle en %)



Sources : sources nationales, prévisions Euler Hermes

► **Défaillances d'entreprises dans le monde : sommets et point bas historiques, ralentissement général**

En 2014, les défaillances d'entreprises ont suivi la tendance baissière attendue. Le nombre total de faillites au sein de notre échantillon de 42 pays devrait reculer de -4 % à 335 200 environ sur l'année. Surtout, notre Indice global des défaillances d'entreprises qui tient compte de l'hétérogénéité des statistiques et de l'environnement des affaires selon les pays – et du poids économique de chacun d'entre eux – devrait fi-

nalement s'inscrire en baisse de -12 % après un repli de -2 % en 2013. Ce faisant, notre Indice affichera sa plus forte amélioration de ces dernières années, diminuant pour la 5e année consécutive et attestant d'une solide reprise depuis 2009 (-23 %). Cela ne suffit toutefois pas à compenser l'envolée des défaillances essuyée au titre de la crise de 2008-2009 (+54 % entre 2007 et 2009). Les statistiques globales masquent des différences considérables entre les pays dans le secteur privé : au sein de notre échantillon, 6 pays sur 10 connaîtront une baisse des défaillances d'entreprises, ce qui signifie que 40 % d'entre eux y enregistreront une hausse ou une stabilisation. La plupart du temps, les di-

**24 pays**

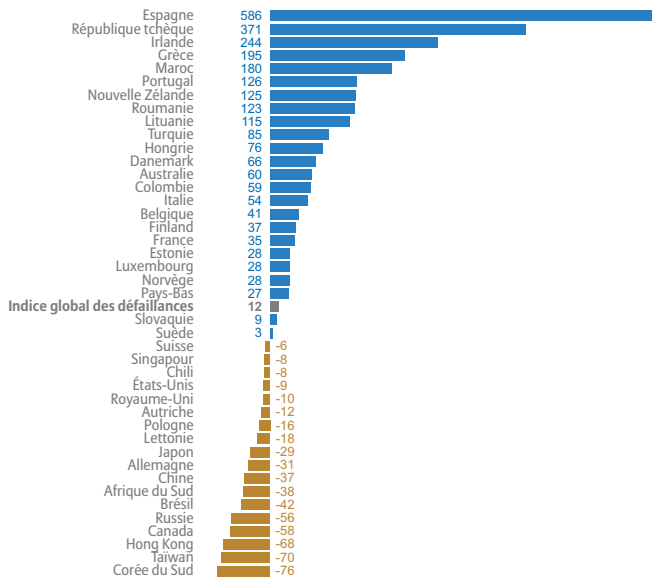
enregistreront en 2015 un nombre de défaillances supérieur à la moyenne de la période d'avant-crise (2003-2007)





## Les défaillances d'entreprises dans le monde d'après-crise

(Niveau de 2014 par rapport à la moyenne 2003-2007, en %)



Sources : sources nationales, prévisions Euler Hermes

### Indice global des défaillances d'entreprises

Somme pondérée des indices nationaux, chaque pays étant pondéré selon sa contribution au PIB de l'échantillon (42 pays représentant 83 % du PIB mondial en 2014). Les indices nationaux se fondent sur les sources nationales et les données internes d'Euler Hermes sur les faillites, l'année 2000 servant de base 100.

- minutions les plus sensibles concernent les pays qui avaient auparavant subi les augmentations les plus fortes.

En 2015, le contexte macroéconomique et financier continuera de concourir à une baisse des défaillances d'entreprises à l'échelle mondiale; les pays enregistrant une baisse des faillites seront un peu plus nombreux (26, soit 2 de plus). Cependant, cette diminution des défaillances sera moins sensible (-3 %) et restera inégale. Du point de vue régional, ce recul déséquilibré des faillites devrait: (i) ralentir progressivement pour atteindre -6 % en 2015 en Amérique du Nord après -14 % en 2014; (ii) décoller en Europe occidentale (de -14 % en 2014

à -3 % en 2015) et en Europe centrale et orientale (de -7 % en 2014 à -2 % en 2015); et (iii) marquer le pas en Asie Pacifique (0 % en 2015, après -9 % en 2014). Les faillites rebondiront en revanche en Amérique latine (+9 % en 2015).

Toute la difficulté consiste à distinguer les actuels pays à risque des pays solides encourant des risques d'affaiblissement. Pour ce faire, cinq groupes de pays devront être surveillés de manière distincte:

#### GROUPE N° 1

Pays dont le nombre de défaillances d'entreprises se situe à un point bas (historique) mais dont les facteurs limitant les faillites ne peuvent pas s'inscrire dans la durée: les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, le Japon, la Corée du Sud, Taïwan, l'Afrique du Sud et dans une moindre mesure, la Suède.

#### GROUPE N° 2

Pays dont le nombre de défaillances d'entreprises atteint un point bas (historique) en 2014 mais devrait rebondir en 2015: l'Allemagne, l'Autriche et Hong Kong.

#### GROUPE N° 3

Pays ayant accompli des progrès (considérables) mais dont les risques sont encore très élevés, soit parce que la baisse du nombre de faillites a fait suite à une très forte augmentation – cas du Danemark, de l'Irlande, de la Lituanie, des Pays-Bas, du Portugal, de l'Espagne, de la Turquie et dans une moindre mesure, de la Suisse – soit parce qu'un rebond est attendu en 2015 (Belgique et Luxembourg).

#### GROUPE N° 4

Pays où les défaillances d'entreprises atteignent un point haut (souvent historique) et qui peinent à les stabiliser: la France, l'Italie, la Finlande, la Grèce, la Norvège, la Hongrie, la République tchèque, la Slovaquie, la Roumanie et le Maroc.

#### GROUPE N° 5

Économies émergentes dont la situation est incertaine ou se dégrade du point de vue des défaillances: la Chine, la Russie, le Brésil, le Chili, la Colombie et la Pologne. ■

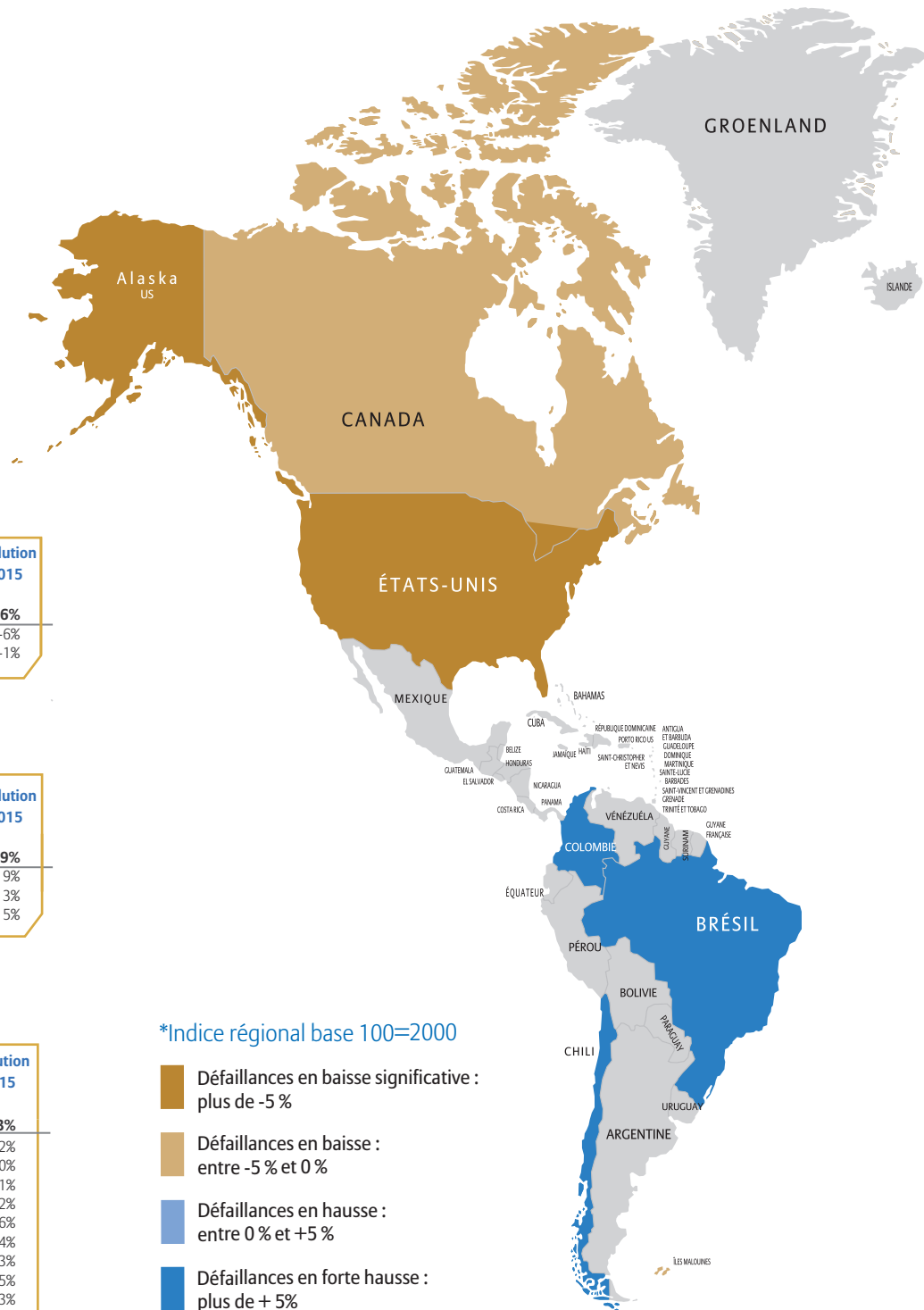


# Évolution des défaillances

**PRÉVISIONS  
2015**

## Indice global des défaillances

Évolution **2015** :  
**-3 %**



### Amérique du Nord

	2013		Évolution 2014	Évolution 2015
	Nombre	Évolution		
<b>Indice régional*</b>	<b>87</b>	<b>-17%</b>	<b>-14%</b>	<b>-6%</b>
États-Unis	33212	-17%	-15%	-6%
Canada	3187	-2%	-1%	-1%

### Amérique latine

	2013		Évolution 2014	Évolution 2015
	Nombre	Évolution		
<b>Indice régional*</b>	<b>47</b>	<b>14%</b>	<b>-1%</b>	<b>9%</b>
Brésil	1 680	12%	4%	9%
Colombie	352	21%	-15%	13%
Chili	143	11%	3%	5%

### Europe de l'Ouest

	2013		Évolution 2014	Évolution 2015
	Nombre	Évolution		
<b>Indice régional*</b>	<b>211</b>	<b>5%</b>	<b>-14%</b>	<b>-3%</b>
Allemagne	25 995	-8%	-6%	2%
France	62 848	3%	1%	0%
Royaume-Uni	25 462	-15%	-5%	-1%
Italie	14 086	12%	10%	-2%
Espagne	8 903	14%	-27%	-6%
Pays-Bas	9 431	13%	-18%	-4%
Suisse	4 570	1%	-5%	-3%
Suède	7 701	3%	-8%	-5%
Norvège	4 564	20%	6%	-3%
Belgique	11 740	11%	-7%	1%
Autriche	5 459	-10%	3%	3%
Danemark	4 993	-8%	-20%	-10%
Finlande	3 702	7%	0%	2%
Grèce	1 540	10%	3%	-4%
Portugal	6 030	-10%	-23%	-7%
Irlande	1 365	-19%	-9%	-5%
Luxembourg	1 049	0%	-20%	5%

\*Indice régional base 100=2000

- Défaillances en baisse significative : plus de -5 %
- Défaillances en baisse : entre -5 % et 0 %
- Défaillances en hausse : entre 0 % et +5 %
- Défaillances en forte hausse : plus de +5 %

Source : Euler Hermes

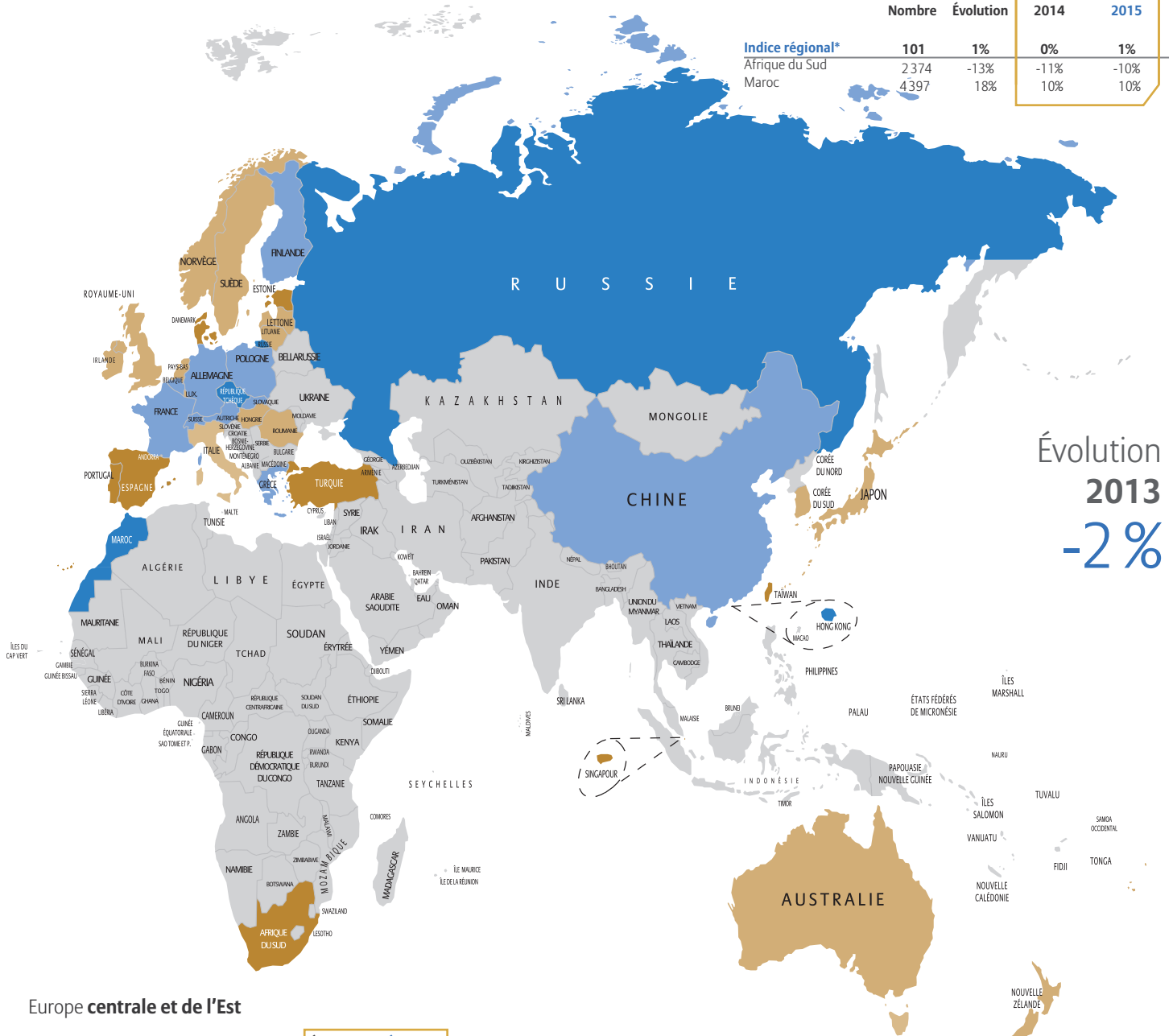
Évolution **2014** :  
**-12 %**



# dans le monde en 2015

## Afrique & Moyen Orient

	2013		Évolution 2014	Évolution 2015
	Nombre	Évolution		
<b>Indice régional*</b>	<b>101</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>
Afrique du Sud	2 374	-13%	-11%	-10%
Maroc	4 397	18%	10%	10%



Évolution  
2013  
-2%

## Europe centrale et de l'Est

	2013		Évolution 2014	Évolution 2015
	Nombre	Évolution		
<b>Indice régional*</b>	<b>265</b>	<b>4%</b>	<b>-7%</b>	<b>-2%</b>
Russie	8 983	-13%	7%	10%
Turquie	17 400	8%	-12%	-5%
Pologne	926	-2%	-10%	1%
République tchèque	5 902	57%	10%	8%
Roumanie	29 997	1%	5%	-1%
Hongrie	13 420	-40%	12%	-4%
Slovaquie	1 321	25%	6%	4%
Lituanie	1 552	11%	-4%	-4%
Lettonie	820	-7%	7%	-3%
Estonie	459	-7%	5%	-6%

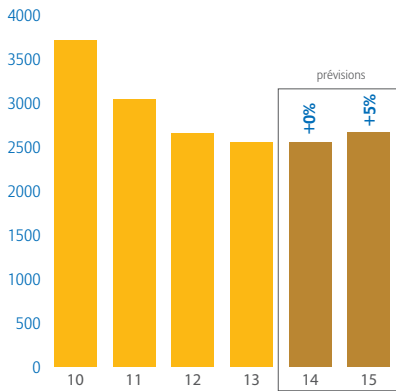
## Asie Pacifique

	2013		Évolution 2014	Évolution 2015
	Nombre	Évolution		
<b>Indice régional*</b>	<b>67</b>	<b>-4%</b>	<b>-9%</b>	<b>0%</b>
Chine	2 555	-4%	0%	5%
Japon	10 855	-10%	-8%	-2%
Australie	8 124	3%	-17%	-1%
Corée du Sud	1 001	-18%	-15%	-4%
Taiwan	209	-18%	-14%	-6%
Singapour	126	-17%	25%	-6%
Hong Kong	274	-12%	0%	5%
Nouvelle Zélande	373	-14%	-9%	-4%

# Chine

## Des fissures dans la Grande Muraille

### Défaillances d'entreprises (2010-2015)



Sources : China Court, Sinotrust, Euler Hermes

### La croissance du PIB chinois devrait ralentir à +7,4 % en 2014 et +7,3 % en 2015

Le gouvernement a pris des mesures pour rééquilibrer la croissance, en la détournant de l'investissement au profit de la consommation. L'investissement devrait ralentir en réaction au durcissement de la réglementation du crédit visant à contenir le *shadow banking*, aux problèmes de surcapacités sur le marché immobilier et au renforcement de la discipline budgétaire au niveau des gouvernements locaux. La politique macroéconomique soutiendra probablement l'activité à court terme, afin d'en empêcher toute décélération brutale. Elle inclut des mesures ciblées de relance budgétaire (baisses d'impôts pour les PME, abattements fiscaux pour les exportateurs) et d'assouplissement monétaire (réduction du coût du crédit pour les PME et les entreprises rurales). Les exportations, attendues en hausse de 300 milliards USD en 2014-2015 sous l'effet de l'augmentation de la demande mondiale, devraient servir d'amortisseur.

### Les faillites se stabiliseront en 2014 et augmenteront en 2015

Après 4 années consécutives de baisse, le nombre total de faillites est resté stable depuis 2012. En 2014, Euler Hermes prévoit que les faillites demeureront à un plus bas en dix ans (2 555 cas). Néanmoins, les statistiques officielles ne reflètent probablement pas la situation réelle, qui pourrait être moins favorable : les procédures de faillite en Chine sont en effet compliquées et onéreuses, si bien que de nombreuses entreprises leur préfèrent des solutions alternatives. Compte tenu des problèmes auxquels fait face l'économie chinoise actuellement, Euler Hermes table sur une hausse de +5 % du nombre total de faillite en 2015.

### Les entreprises chinoises tendent à recourir à l'allongement des délais de paiement pour financer leurs besoins en fonds de roulement

En termes de délai moyen de paiement (DSO), la Chine est à la traîne, malgré l'amélioration globale observée dans les autres économies émergentes. En 2011, ce délai était, en Chine, à peu près conforme à la moyenne de notre panel (69 jours). Quatre ans plus tard, il devrait se situer autour de 90 jours, soit 15 jours de plus que la moyenne du panel global. Cet écart tient notamment aux fortes restrictions de crédit récemment imposées par le gouvernement dans le cadre de sa lutte contre le *shadow banking*. Les TIC et les biens industriels semblent être les principales victimes de l'allongement des délais de paiement. Leur DSO a été multiplié par 1,5 entre 2007 et le premier semestre 2014 ; à la fin de l'année, il dépassera les quatre mois. La hausse des retards

de paiement aggrave la situation, augmentant le DSO dans son ensemble.

### Dans ce contexte, les impayés devraient bondir de +103 % en 2014

La dégradation des délais de paiement affecte, sans surprise, la capacité des entreprises à honorer leurs engagements. Les secteurs qui pâtissent le plus de l'augmentation des impayés sont l'alimentation (+473 %), la chimie (+214 %) et l'électronique (+54 %). Si les retards de paiement ont diminué en Chine en 2014 (-22 %), leur fréquence a été 33 % supérieure à celle des impayés, la construction étant particulièrement pénalisée (+36 %). L'électronique, qui est traditionnellement le secteur phare de la Chine, connaît une perte d'élan avec une hausse de +10 % des retards de paiements. Le marché chinois présente incontestablement des signaux d'alerte à tous les niveaux, à l'échelle macroéconomique comme au plan microéconomique, et requiert une surveillance étroite en 2015.

# +7 jours

Hausse attendue du DSO chinois en 2014

### DSO et impayés (2011-2014)



Sources : Bloomberg, Euler Hermes



# Russie

## Se préparer au pire en espérant le meilleur

**+10%**  
Hausse attendue  
des faillites  
en 2015

### Les facteurs géopolitiques perturbent la performance économique

Les tensions avec l'Occident à propos du conflit en Ukraine, notamment les sanctions et contre-sanctions, ont pesé lourdement sur l'économie. Dans un contexte d'importantes sorties de capitaux, de dépréciation accélérée du RUB (-30 % contre USD depuis le début de l'année), d'augmentation des coûts d'emprunt pour les entreprises russes, de diminution des échanges commerciaux avec les pays occidentaux et de hausse de l'inflation (qui a atteint un plus haut sur 39 mois à 8,4 % a/a en octobre), l'activité économique devrait sensiblement diminuer au S2 après une croissance de +0,8 % au S1. La dégringolade du cours du baril depuis l'été dernier assombrit cette toile de fond dans la mesure où le solde budgétaire est amené à se dégrader, réduisant d'autant la marge de relance budgétaire. Euler Hermes prévoit une contraction de -0,6 % du PIB en 2014, suivie d'une modeste croissance de +0,5 % en 2015. Cette prévision reste sujette

à un risque baissier important dans la mesure où de nouvelles sanctions pourraient affecter plus sévèrement l'économie.

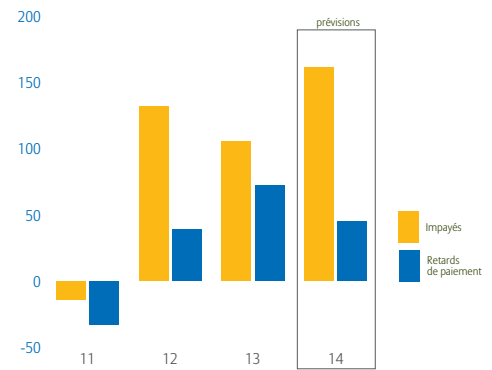
### La longévité des entreprises est menacée par les difficultés économiques

Le chiffre final des défaillances en 2013 a été revu à la hausse de 8 100 cas à près de 9 000, ce qui signifie que le nombre total de défaillances baissait de -13 % au lieu de -22 %. Cette année, la dynamique positive amorcée en 2013 devrait s'interrompre. Sur la base des dernières statistiques disponibles, Euler Hermes table sur 9 600 cas (+7 %) en 2014. La tendance négative est partiellement imputable à la crise du secteur russe du tourisme qui a déjà entraîné des déboursments de plus de 90 millions USD par les assureurs (source Rossiyskaya Gazeta). Euler Hermes prévoit que cette tendance négative se poursuivra en 2015 (+10 %).

### La Russie est parvenue à maintenir des délais de paiement courts

Contrairement à la Chine, la Russie a maintenu son délai moyen de paiement (DSO) à moins de deux mois (55 jours en moyenne) malgré une détérioration globale par rapport à son niveau de 2007 où il avoisinait 40 jours. En conséquence, le DSO reste inférieur à la moyenne mondiale. En 2007, le DSO russe était inférieur de 30 jours à notre moyenne; en 2010, il était inférieur de 15 jours au DSO moyen de notre échantillon mondial. En 2014, nous prévoyons qu'il sera environ 20 jours plus court que celui de l'échantillon. Les sociétés russes cotées s'efforcent d'améliorer leur

### Impayés et retards de paiement (2011-2014, variation annuelle en %)



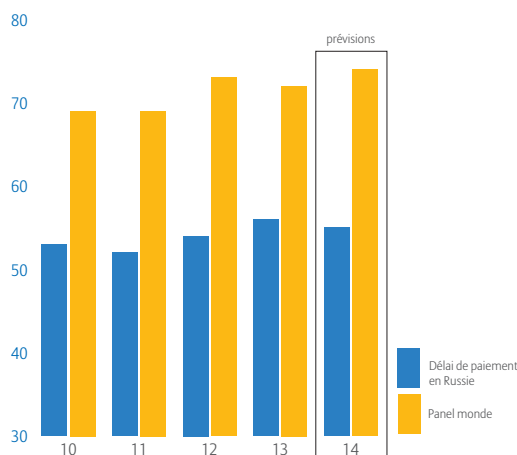
Source : Euler Hermes

mode de gestion et leur réputation en matière de paiements afin de gagner la faveur des entreprises étrangères en particulier d'investisseurs potentiels nécessaires pour de nouveaux financements. L'examen des secteurs russes montre que la chimie et les technologies de l'information et de la communication (TIC) réalisent de très bonnes performances en termes de DSO (moins d'un mois), à l'inverse du secteur de la santé où le DSO s'est allongé (+40 % depuis 2007).

### L'année s'annonce difficile en matière d'impayés et de retards de paiement

Les incidents de paiement ont augmenté, en particulier les dettes impayées, qui ont connu une croissance à trois chiffres depuis 2012, atteignant un pic de +161 % cette année. Dans le même temps, les retards de paiement ont augmenté de +45 % seulement. La dégradation de l'environnement en 2014 explique cette performance regrettable qui augure d'une année difficile. Le secteur alimentaire et celui du commerce de détail où les incidents de paiement sont les plus nombreux affichent +42 % et +63 % de retards de paiement respectivement et +107 % et +264 % d'impayés. Cette tendance devrait se poursuivre en 2015 en raison de l'interdiction des importations de produits agroalimentaires et de ses conséquences sur les activités de vente au détail dont les volumes seront inévitablement affectés.

### Évolution du DSO moyen (2010-2014, en nombre de jours)



Sources : Bloomberg, Euler Hermes

# Allemagne

## Jusqu'ici, tout va bien...

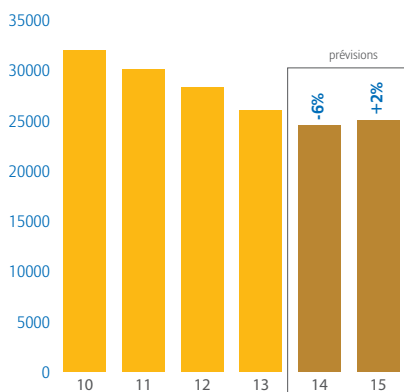
# -1,7 %

Baisse du résultat opérationnel des entreprises allemande en 2014

### Des facteurs internes et externes menacent l'économie allemande

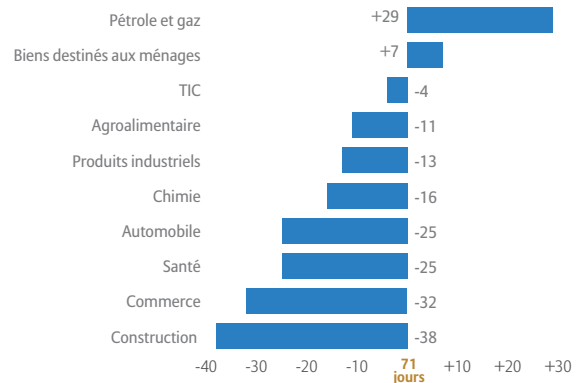
Après avoir enregistré une très solide croissance au T1 (+0,7 % t/t), l'économie allemande s'est essoufflée comme en témoignent non seulement son PIB (en repli de -0,1 % t/t au T2 et quasi stable avec +0,1 % t/t au T3) mais aussi les chiffres mensuels de la production industrielle et du sentiment économique parus au S2. Cette nette dégradation est partiellement imputable à un hiver doux qui avait dopé l'activité de construction au T1 ; mais elle s'explique aussi par l'atonie de la demande extérieure, les principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne au sein de la zone euro connaissant une reprise plus faible que prévu et ses échanges commerciaux avec la Russie ayant diminué. Sur la période à venir, la demande intérieure devrait rester dynamique mais tout redressement de la demande extérieure sera modeste. Euler Hermes anticipe une croissance réelle du PIB

### Défaillances d'entreprises (2010-2015)



Sources : DeStatis, Euler Hermes

### DSO moyen par secteur en 2014 (Écart par rapport à la moyenne nationale)



Sources : Bloomberg, Euler Hermes

de +1,4 % sur 2014 et de +1,2 % sur 2015 sauf nouvelles tensions géopolitiques qui compromettraient alors à la baisse ces prévisions.

### Le recul des défaillances d'entreprises masque une forte augmentation du coût moyen des faillites

Le nombre total de faillites devrait baisser en 2014 (-6 %) à 24 490, soit le niveau le plus bas depuis 2000. Toutefois, l'augmentation du passif fournisseur moyen de chaque défaillance est très significative avec un montant de 1,3 million d'euros par faillite en 2014, contre 0,8 million en 2008. Autre tendance inquiétante cette année, la croissance des résultats opérationnels des entreprises allemandes qui était repartie en 2012 a marqué le pas, entraînant une chute des prévisions bénéficiaires dans plusieurs secteurs clés (automobile, électronique, machines et chimie). En 2015, Euler Hermes prévoit une hausse de +2 % du nombre total de faillites.

### Le délai moyen de paiement se révèle plus long que prévu

En moyenne, le délai moyen de paiement (DSO) reste, en Allemagne, légèrement inférieur (de deux jours) à celui de notre panel global. En termes sectoriels, l'Alle-

magne conserve un DSO de moins de deux mois dans tous les secteurs à l'exception des TIC, du pétrole et du gaz. Ses relations commerciales étroites tissées avec la Russie dans le domaine de l'énergie pourraient en être à l'origine. Cette année, la situation pourrait être sur le point de changer, le DSO étant attendu en hausse de près de 10 jours. Cet allongement pourrait refléter une sous-estimation des risques posés par l'actuel manque de croissance économique en Europe.

### Une réputation en matière de paiement étayée par des indicateurs solides

Entre 2013 et 2014, les retards de paiement ont quasiment diminué de moitié, la palme revenant à la construction (-48 %). Dans le même temps, les impayés ont reculé de -21 % avec en tête la construction, la métallurgie et les équipements ménagers, ces trois secteurs étant interdépendants. Cependant, cette performance réalisée au prix de nombreux efforts pourrait masquer une menace sous-jacente. Après avoir constamment relevé la barre pendant quatre ans, certains secteurs atteignent leurs limites et connaissent désormais un renversement de tendance, ce qui est par exemple le cas du papier (+9 %) et des transports (+8 %).



# Pologne

## Entre le marteau et l'enclume

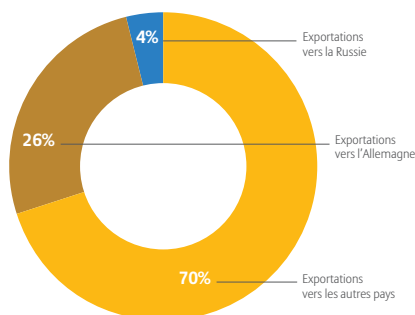
# 13 milliards USD

d'exportations polonaises vers l'Allemagne et la Russie menacées en 2015

**La plus dynamique des grandes économies européennes a affiché une croissance vigoureuse de +3,4% en glissement annuel au S1 2014**

L'économie a été dopée par la forte augmentation de l'investissement (+14,8% a/a) et par la contribution très positive des stocks (+0,8 pp). La consommation privée et publique a également progressé (+2,7% et +0,7% respectivement) tandis que les exportations nettes ont obéré la croissance de 0,5 pp au S1, les exportations (+6,7% a/a) ayant augmenté moins rapidement que les importations (+8,4% a/a). Toutefois, les premiers indicateurs pour le S2 signalent une modération de la croissance avec une progression plus lente de la production industrielle, de la construction et des ventes au détail. La Banque centrale a abaissé son taux directeur en Octobre afin de soutenir l'économie et de lutter contre les pressions déflationnistes - l'inflation est négative depuis juillet

### Exportations polonaises en 2013



Sources : CCI, Euler Hermes

2014. Euler Hermes prévoit que la croissance du PIB restera robuste autour de +3% en 2014 et en 2015.

**Après une baisse de -10% en 2014, les défaillances pourraient augmenter de +1% en 2015**

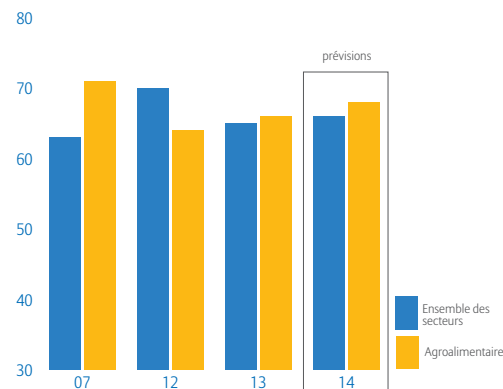
Sous l'effet de la solide croissance économique à l'œuvre, le nombre total de défaillances devrait baisser à 830. L'amélioration aurait pu être encore meilleure sans la détérioration observée dans certains secteurs en Septembre: au début de l'Automne notamment, les défaillances ont fortement augmenté dans le secteur agroalimentaire, onze entreprises déposant leur bilan (4 producteurs et 7 grossistes). Euler Hermes prévoit que la tendance restera négative en 2015 pour plusieurs raisons. Même si les fondamentaux macroéconomiques resteront probablement solides, le conflit avec la Russie et le ralentissement de l'économie allemande devraient affecter les exportations polonaises. Autre facteur défavorable: la maladie porcine identifiée l'été dernier, qui entraînera un ralentissement de la demande intérieure pour certains produits à base de viande l'année prochaine. Au total, Euler Hermes prévoit une légère augmentation des faillites en 2015 (+1%).

**Le délai moyen de paiement reste maîtrisé en Pologne**

Le délai de paiement (DSO) apparaît plus court en Pologne qu'au sein de notre échantillon mondial; en 2012 par exemple, le DSO polonais y ressortait globalement inférieur de trois jours. Depuis, le DSO s'est maintenu à un niveau satisfaisant et il est même en voie d'atteindre en 2014 un plus bas depuis

### DSO moyen dans l'agroalimentaire et l'ensemble des secteurs

(2012-2014, en nombre de jours)



Sources : Bloomberg, Euler Hermes

les sept dernières années. Deux secteurs contribuent plus particulièrement à l'abaissement de la moyenne: la grande distribution et l'énergie. La Pologne veille au paiement rapide de ses créances dans ces secteurs stratégiques compte tenu de sa forte dépendance en particulier aux sources énergétiques venant de l'Est. Le faible DSO polonais dans le secteur de l'énergie pourrait s'expliquer par sa volonté de préserver l'acheminement du pétrole et du gaz russes.

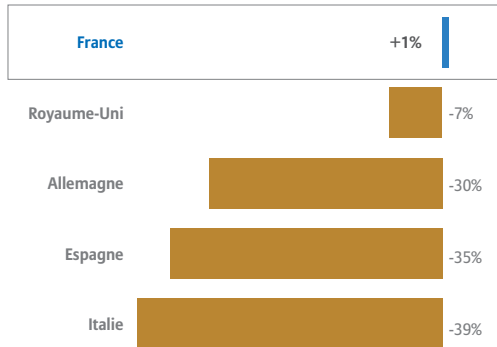
**Les efforts sur les délais de paiement ont porté leurs fruits en termes de retards de paiement et d'impayés**

Les retards de paiement ont diminué de 35% (sauf dans les services, seul secteur à enregistrer une croissance) et les impayés ont chuté de 40%. Le comportement de paiement exemplaire envers la Russie n'a pas exempté la Pologne de l'interdiction des produits alimentaires de l'Union européenne, alors que la Russie est un marché clé pour les exportations agroalimentaires polonaises. L'amélioration observée au cours des trois premiers trimestres 2014 risque d'être affectée en 2015 par la forte volatilité de l'environnement des affaires en Pologne et par le ralentissement des partenaires commerciaux stratégiques, la Russie et l'Allemagne, dont la demande diminue lentement.

# France

## Travaux en cours

### Impayés dans la construction (2014-2013, en %)



Source : Euler Hermes

### L'économie française continue de stagner et pèse sur la reprise en Europe

Alors que la plupart des économies de la zone euro devraient accélérer en 2014, la France connaîtra très probablement une croissance stable (+0,4 %) par rapport à l'an dernier - dans le meilleur des cas. Le gouvernement a encore beaucoup à faire pour remédier au chômage de masse chronique, à l'atonie de l'investissement et à la dégradation de la compétitivité. Les récentes mesures comme le Pacte de responsabilité et de solidarité constituent néanmoins un pas dans la bonne direction. L'assouplissement des coûts du travail (y compris dans les secteurs non marchands), le recul de l'euro et l'augmentation du commerce mondial bénéficieront aux exportateurs français en 2015 ce qui, associés à une modeste reprise de l'investissement des entreprises, devrait permettre au PIB français de croître deux fois plus vite en 2015 (+0,8 %).

### L'environnement de croissance atone ne contribue pas à réduire les faillites

Le nombre de défaillances en France n'a cessé d'augmenter de

puis 2012 alors qu'une amélioration avait été observée en 2010 et 2011. Le cumul sur 12 mois en septembre 2014 fait apparaître un nouveau plus haut des faillites depuis 2009 (63 313 cas). Compte tenu de cette performance négative sur les premiers mois de l'année, le chiffre global pour 2014 devrait ressortir en légère hausse (+1 %) par rapport à 2013. Par rapport aux années précédentes (+2 % en 2012 et +3 % en 2013), cette évolution marque un ralentissement de la progression du nombre total de faillites en France. Pour autant, Euler Hermes n'anticipe qu'une stabilisation des défaillances en 2015.

### La stabilisation des défaillances d'entreprises va de pair avec une quasi-stagnation du nombre d'impayés

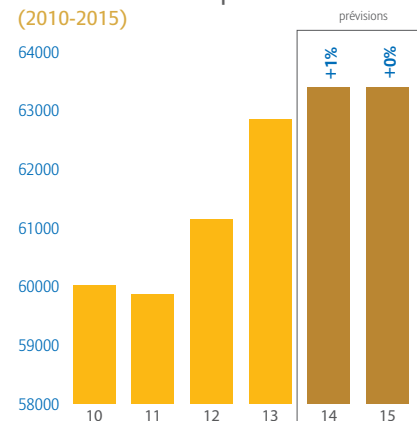
L'inertie de l'économie française se reflète bien dans l'évolution des impayés qui ne se dégradent ni ne s'améliorent sensiblement (+1 %). Cette stabilisation est attribuable avant tout aux nets progrès dans le textile (-24 %) et le papier (-34 %). Mais cette accalmie apparente est fragile ; certains secteurs envoient déjà un premier signal d'alerte. Ainsi, la métallurgie, l'automobile, les transports et les services informatiques ont enregistré en moyenne en hausse de +13 % des impayés. La prudence est également de mise dans la construction. Le secteur fait état d'une augmentation de +1 % des impayés, un chiffre qui tranche nettement avec les autres économies européennes – même l'Italie a connu une baisse de -39 % cette

année. En revanche, la situation s'est améliorée sur le front des retards de paiement qui ont reculé de -25 % cette année. Le textile se distingue encore, avec un niveau record d'amélioration en 4 ans (-50 %).

### L'amélioration des délais de paiement atteint ses limites

De 2008 jusqu'à maintenant, les entreprises françaises sont régulièrement parvenues à négocier de meilleurs délais de paiement avec leurs clients. La Loi de modernisation de l'économie entrée en vigueur en 2008 a incontestablement joué un rôle clé en la matière. Elle a permis d'assainir la situation de trésorerie des entreprises en réduisant les besoins en fonds de roulement. Cependant, au cours des deux dernières années, le délai moyen de paiement (DSO) des entreprises françaises cotées recommence à augmenter, pesant sur la liquidité des entreprises. En 2014, Euler Hermes table sur une hausse de 2 jours du DSO, à 83 jours en moyenne.

### Défaillances d'entreprises (2010-2015)



Source : Euler Hermes

# +2 jours

Hausse attendue  
du DSO moyen  
en France en 2014



# Italie

## A vos marques, prêt...

# -26 %

Baisse des impayés en 2014

### 2015 : la fin de la récession ?

La croissance devrait toutefois rester très faible (+0,3 % contre -0,3 % en 2014). Dépréciation de l'euro oblige, les exportations progresseront à un rythme plus soutenu en 2015 (+2 %) mais les opportunités pourraient être limitées par la lenteur des ajustements en termes de compétitivité comparées aux autres pays. Le retour de la confiance en Italie comme à l'étranger pourrait contribuer à un léger redressement de la consommation et à une stabilisation de l'investissement privé après quatre années de contraction. L'investissement privé restera toutefois inférieur de 20 % au pic atteint au T1 2008. Le resserrement du crédit demeure intense et le crédit ne devrait se stabiliser qu'en 2015 grâce aux mesures de la BCE. Les délais clients

(DSO) resteront vraisemblablement élevés (100 jours en 2014). L'atonie de la demande intérieure freine toujours l'activité et les pressions baissières sur les prix continuent de peser sur les chiffres d'affaires. Celui du secteur manufacturier a diminué de -2 % depuis le début de l'année.

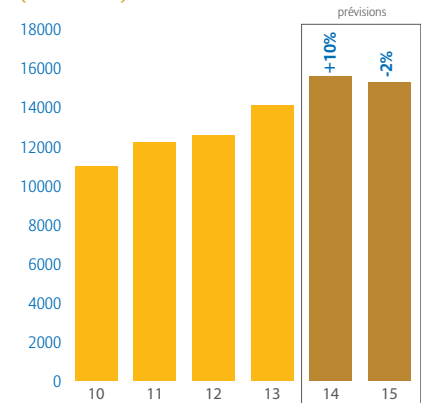
### Après une hausse de +10 % en 2014, les défaillances pourraient commencer à baisser

Euler Hermes prévoit 15 600 défaillances cette année (+10 %). Cette tendance défavorable est essentiellement imputable à la morosité de la conjoncture économique qui pèse sur les marges des entreprises. La marge d'exploitation moyenne des entreprises italiennes continue à reculer en 2014 (-0,3 %). Cette tendance négative devrait prendre fin en 2015. La reprise devrait permettre d'observer une légère diminution des défaillances (-2 %).

### En Italie, les délais clients sont traditionnellement longs

Excédant largement 3 mois, le délai clients (DSO) en Italie se situe à la traîne de celui relevé en moyenne en Europe. Il semble que les entreprises italiennes se soient habituées à faire avec un DSO élevé. Rares sont les secteurs qui parviennent à le maintenir sous la barre des trois

### Défaillances d'entreprises (2010-2015)



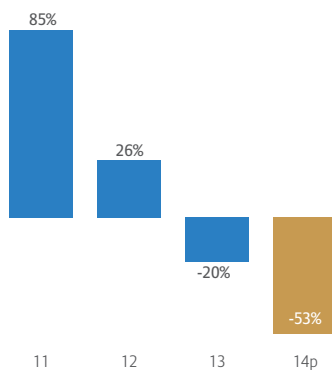
Sources : Istat, Cerved, Euler Hermes

mois en moyenne. Étonnamment, le secteur de l'automobile en fait partie tout comme la distribution et l'agroalimentaire (48, 87 et 75 jours de délai clients respectivement). Il est même inférieur à deux mois dans l'automobile, constituant en soi une performance. En revanche, depuis le début de la décennie, la chimie et dans une plus large mesure le BTP et les TIC affichent des DSO plus élevés. Ils devraient atteindre un plus haut de 130 jours en 2014 dans le secteur des TIC.

### Un DSO plus long n'est pas synonyme de mauvaises habitudes de paiement

S'agissant des habitudes de paiement, l'Italie a réalisé un parcours remarquable en 2014, les retards de paiement et les impayés ayant baissé de -53 % et -26 % respectivement. Le BTP, secteur traditionnellement difficile, a même battu un record avec une chute de -65 % des retards de paiement. Ayant été réalisée dans un environnement peu favorable (atonie de la demande intérieure, restriction de l'accès au crédit, confiance des industriels insuffisante), cette performance pourrait indiquer que l'Italie est sur le point de redresser la barre à la faveur d'un environnement des affaires plus dynamique.

### Retards de paiement (variation annuelle en %)



Source: Euler Hermes

# Pays-Bas

## Au rythme du commerce mondial

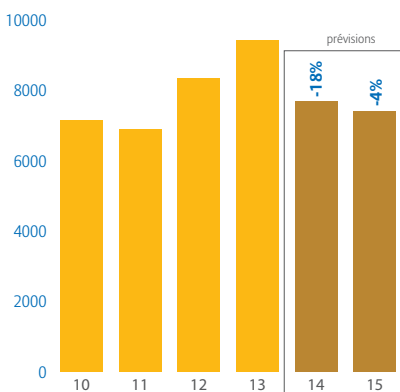
### Les Pays-Bas sortent lentement de deux années consécutives de récession

La croissance bien que lente devrait rebondir en 2014 (+0,6%), les exportations nettes apportant la plus forte contribution à l'augmentation du PIB (+0,8pp). En 2015, l'économie devrait reprendre de la vitesse (+0,9%), grâce à un redressement de la consommation privée et une stabilisation de l'investissement privé. Bien que les perspectives d'exportations se soient récemment dégradées du fait de l'atonie de la croissance des principaux partenaires commerciaux européens des Pays-Bas ainsi que de la récession attendue en Russie, les exportations nettes contribueront à hauteur de 0,3pp à la croissance du PIB en 2015. Celle-ci demeure toutefois inférieure à ses niveaux d'avant la crise; et la faiblesse de la demande intérieure et extérieure qui vient s'ajouter aux pressions baissières sur les prix fera obstacle à l'amélioration du chiffre d'affaires des entreprises. En outre, le secteur bancaire, déprimé, continue de peser sur le crédit (-3,2% a/a en septembre).

# -38%

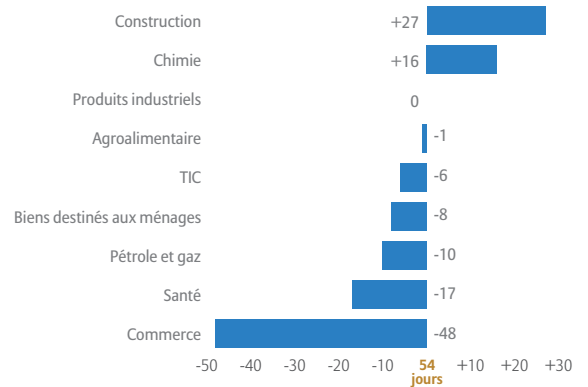
Baisse des retards de paiement en 2014

### Défaillances d'entreprises (2010-2015)



Source : Euler Hermes

### Délais de paiement par secteur en 2014 (Écart par rapport à la moyenne nationale)



Sources : Bloomberg, Euler Hermes

### Après avoir atteint un record l'an dernier, les faillites sont attendues en baisse en 2014

Euler Hermes anticipe un recul du nombre total de faillites à 7 690 (-18% en 2014; +27% 2014-2007), dans le sillage de la reprise attendue de l'économie. Il convient toutefois de rester prudent car le rôle prépondérant des exportations dans l'économie du pays constitue à la fois une force et une faiblesse. Sur la période à venir, il faudra surveiller l'évolution de la situation en Allemagne, premier partenaire commercial des Pays-Bas. Si l'économie ne subit aucun choc externe, nous tablons sur une nouvelle baisse des faillites en 2015 (-4%).

### La bonne gestion des délais moyens de paiement explique la baisse des faillites

Entre 2007 et 2014, les Pays-Bas ont réussi à réduire d'environ 10 jours leur délai moyen de paiement (DSO), qui ressort aujourd'hui inférieur de 20 jours à la moyenne de notre panel global. Il faut noter que le respect des délais de paiement est particulièrement élevé aux Pays-Bas. Les entreprises ont assurément fixé des règles strictes en la matière. En outre, le fait d'être situés au milieu de la chaîne de valeur mondiale permet à de nombreux secteurs d'être payés rapidement. L'examen secteur par

secteur montre qu'un seul d'entre eux fait exception : celui de la santé dont le DSO ressort (légèrement) supérieur à 2 mois. Aux Pays-Bas, aucun autre secteur n'affiche de DSO supérieur à 60 jours, le commerce de détail battant le record du DSO le plus court – à 10 jours seulement.

### L'informatique et les télécommunications, le textile et les transports subissent une augmentation des impayés

Retards de paiement et impayés ont baissé de -38% et -31% respectivement sur 2014. Globalement depuis 2012, le recul des impayés a été plus rapide que celui des retards de paiement. Malgré l'atonie de l'économie, cette évolution s'explique par de bonnes conditions de paiement et un repli des faillites. Cependant, certains secteurs font exception et doivent être surveillés de près : l'informatique et les télécommunications (les TIC), le textile et les transports sont de fait les seuls à connaître une hausse des créances impayées (+38%, +15% et +18% respectivement). Ces secteurs souvent moins compétitifs en raison de l'ampleur de leurs coûts fixes (prix élevés des matières premières et de l'énergie, salaires, etc.) sont particulièrement sensibles à la concurrence étrangère.



# Espagne

## Ne pas relâcher la pression

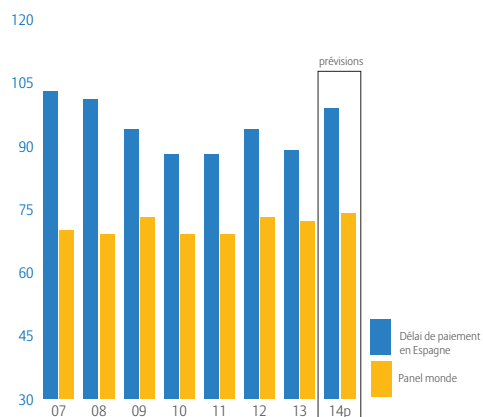
### L'économie espagnole se redresse mais Euler Hermes ne prévoit pas d'accélération significative en 2015

Cela étant, la diminution de l'austérité budgétaire et la poursuite du redressement de l'investissement devraient soutenir la croissance tandis que la consommation privée risque de se modérer compte tenu de la légère baisse de la confiance des ménages. La croissance des exportations sera limitée par les perspectives peu prometteuses des principaux partenaires commerciaux de l'Espagne. Euler Hermes prévoit que la croissance de l'économie espagnole atteindra +1,2 % en 2014 et +1,3 % en 2015. La persistance de plusieurs goulets d'étranglement empêche une réelle accélération de l'activité. En particulier, les pressions déflationnistes restent fortes et les conditions de financement des entreprises tendues. En outre, les taux des prêts bancaires demeurent relativement élevés malgré les baisses du taux directeur de la BCE.

# -6 %

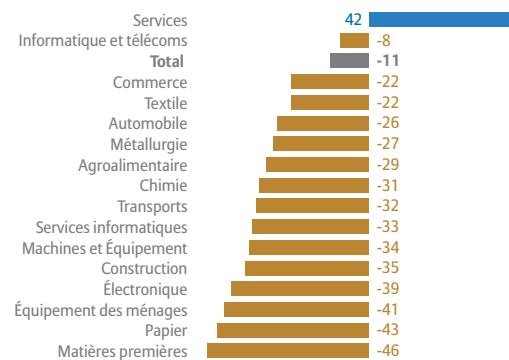
Baisse attendue des faillites en 2015

### Évolution du DSO (2007-2014, en nombre de jours)



Sources : Bloomberg, Euler Hermes

### Impayés par secteur (2014-2013, in %)



Source : Euler Hermes

Le risque politique que constituent actuellement les aspirations séparatistes de la Catalogne doit être réduit si l'Espagne veut retrouver un rythme de croissance fermement ancré au-dessus de 1 % à moyen terme.

### 2014 marque un tournant avec une baisse des défaillances pour la première fois en quatre ans

Euler Hermes prévoit 6 500 défaillances en 2014, soit une baisse de -27 %. Il existe cependant une ombre à ce tableau. Le nombre de défaillances reste en effet nettement supérieur au niveau d'avant la crise (près de 1 000 cas) et supérieur à celui du début de la crise en 2008 (moins de 3 000 cas). Par ailleurs, les incertitudes entourant les principaux partenaires commerciaux de l'Espagne – plus de 30 % des exportations espagnoles sont à destination de la France et l'Allemagne – alimentent les doutes quant à la performance de l'année prochaine. Euler Hermes anticipe que le nombre de défaillances continuera de diminuer en 2015 mais à un rythme moins soutenu (-6 %).

### Les efforts ont permis de réduire le délai clients, mais pas de façon définitive

Bien qu'elle ait lourdement pâti de la crise de 2009, l'Espagne est parvenue à réduire son délai clients (DSO) global d'environ 10 jours depuis 2007. De très gros efforts ont

été réalisés jusqu'en 2012; mais depuis que l'économie espagnole semble se remettre sur les rails, son DSO (re) commence à s'allonger. Nous prévoyons qu'il atteindra globalement près de 100 jours en 2014. Cette évolution est imputable aux secteurs de la construction et des biens d'équipements où il augmenterait de 13 jours en 2014. Des perspectives qui n'apparaissent pas si encourageantes, au regard notamment de l'atonie de la croissance de la zone euro.

### La poursuite de la hausse des impayés dans les services est une conséquence de la crise de 2009

Après une année 2012 particulièrement médiocre (quintuplement des retards de paiement, +52 % d'impayés) et une performance morose en 2013, les chiffres font enfin état d'une amélioration attendue depuis longtemps. Les retards de paiement ont quasiment diminué de moitié (-44 %), essentiellement dans les secteurs de la distribution et de l'alimentation. Les impayés ont parallèlement reculé de -11 %, tous les secteurs faisant état d'une amélioration à l'exception de celui des services pour lequel une vigilance particulière reste nécessaire (+42 % d'impayés). Cette performance globalement satisfaisante devrait se maintenir en 2015, confortant la prévision d'un recul des faillites.

# Royaume-Uni

## On y croit !

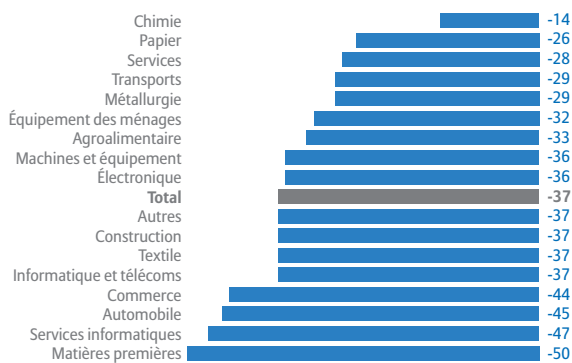
### Le Royaume-Uni restera l'économie d'Europe occidentale la plus dynamique en 2015

La croissance devrait ralentir à +2,5 %, venant de +3,0 % en 2014. La consommation privée restera l'un des principaux moteurs de croissance, soutenue par l'ajustement de l'épargne et la reprise du marché de l'emploi avec un taux de chômage qui devrait ressortir à 5,8 % en 2015. L'activité dans le secteur des services devrait rester vigoureuse comme suggérée par les enquêtes sur le climat des affaires. Les taux d'intérêt resteront normalement proches des planchers historiques jusqu'au T2 2015 compte tenu de l'inflation faible et de la croissance modeste des salaires. La pression fiscale sur les entreprises y est beaucoup moins élevée que dans les pays comparables et l'impôt sur les sociétés sera encore abaissé d'un point de base en avril 2015 à 20 %, le niveau le plus faible des pays du G20. En revanche, la rentabilité reste fragile, les marges ayant reculé de 3 pps depuis 2007 et la productivité continuant à baisser dans le secteur manufacturier.

# +2,5 %

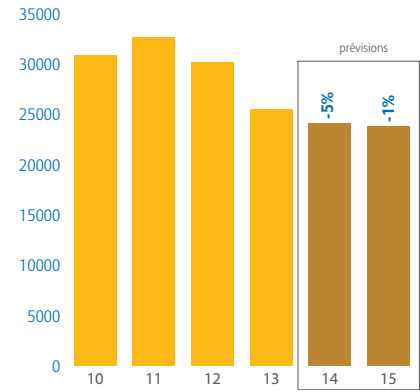
Croissance attendue du PIB en 2015

### Délais de paiement par secteur en 2014 (en %)



Sources : Bloomberg, Euler Hermes

### Défaillances d'entreprises (2010-2015)



Sources : DTI, Euler Hermes

### En 2014, Euler Hermes prévoit que le nombre total de défaillances tombera à 24 100 (-5 %)

La dynamique positive des dernières années n'est pas surprenante compte tenu du rapide redressement de l'économie britannique. Euler Hermes prévoit néanmoins que cette amélioration ralentira à -1 % en 2015. Le pays est notamment susceptible d'être affecté par des facteurs externes tels que les difficultés économiques de la France et de l'Allemagne, ses principaux partenaires commerciaux. Qui plus est, les défaillances au Royaume-Uni sont retombées au bas niveau de 2007, ce qui renforce l'idée qu'elles soient susceptibles d'atteindre un plateau en 2015.

### Le délai moyen de paiement a augmenté de 5 jours en 2014

Ressorti à 7 jours en dessous de notre panel mondial en 2007 pour ensuite s'améliorer à 16 jours de différence en 2012, le Royaume-Uni, profitant de la reprise économique, a réussi à maîtriser son délai moyen de paiement (DSO). Maintenant que l'économie est à nouveau sur les rails, les entreprises britanniques rallongent leurs délais de paiement, ce qui incite Euler Hermes à prévoir en 2014 une remontée du DSO britannique à 65 jours (+18 % par rapport à 2013). Pour autant, le Royaume-Uni parviendra à se maintenir sous la moyenne mon-

diale (74 jours en 2014). Prudents, certains secteurs se gardent de trop les allonger, à l'inverse par exemple du secteur de la santé qui pourrait voir son DSO augmenter de 20 jours en 2014 en raison de la restructuration draconienne du régime d'assurance de santé publique (NHSD). Le secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC) doit également être surveillé, son DSO étant susceptible d'augmenter de 13 jours sur l'année en cours.

### Moins de retards de paiement mais gare au risque ponctuel d'impayés

Grâce à l'environnement commercial favorable et aux bonnes perspectives du PIB, le Royaume-Uni affiche sa quatrième année consécutive de diminution des retards de paiement. L'indicateur ressort à -34 % en moyenne, allant de -16 % pour le papier à -49 % pour l'électronique. Les marges des entreprises restent fragiles et doivent encore faire l'objet d'une gestion prudente, notamment dans le secteur automobile. Bien que ce secteur soit le plus performant dans les pays européens et affiche une dynamique solide, les impayés y ont augmenté de +38 %, ce qui s'explique peut-être par la position de trésorerie tendue au regard de l'accroissement de l'activité commerciale. Il devra en tout état de cause être surveillé en 2015.



# États-Unis

## Pas à pas

# 28 350

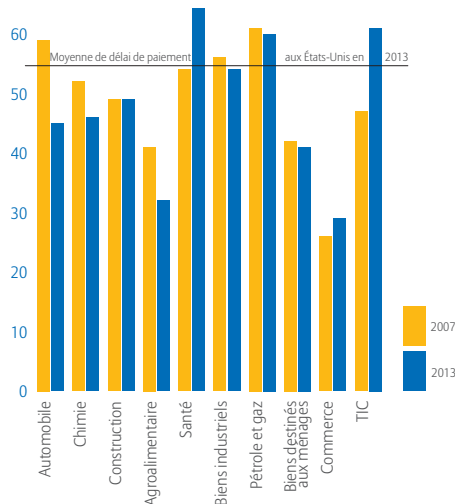
Nombre de faillites  
enregistrées  
en 2014

### L'économie américaine a continué d'émettre des signaux positifs en 2014

Le taux de chômage est tombé à 5,9 % en Septembre et la prévision de croissance du PIB pour 2014 ressort à +2,1 %. Cette dynamique semble avoir créé un environnement favorable à la fin du programme d'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale américaine. Il existe toutefois des ombres à ce tableau, comme le salaire horaire réel moyen, qui a reculé au premier semestre 2014, ou encore les chiffres du marché immobilier, qui demeurent décevants.

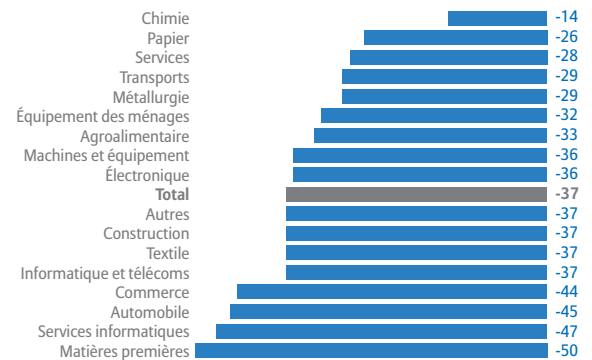
### Délais de paiement par secteur

(2013-2007, en nombre de jours)



Sources : Bloomberg, Euler Hermes

### Retards de paiement par secteur en 2014 (2014-2013, en %)



Source : Euler Hermes

Euler Hermes anticipe une croissance de l'économie américaine à +2,6 % en 2015.

### Le nombre de sociétés en faillite diminue depuis 2010

Cette tendance se poursuivant, le nombre total de défaillances devrait reculer de -14 % à 28 350 cas en 2014 soit un plus bas depuis 2009. Les marges bénéficiaires des entreprises ont atteint un nouveau plus haut en termes nominaux et renouent avec leurs niveaux d'avant-crise (10 % de valeur ajoutée). Compte tenu de la régularité de cette baisse des faillites et de la vigueur des bénéfices des entreprises, Euler Hermes anticipe une poursuite du recul des défaillances, à un rythme cependant moins soutenu en 2015 (-6 %). L'analyse des données récentes concernant les incidents de paiement conforte cette prévision.

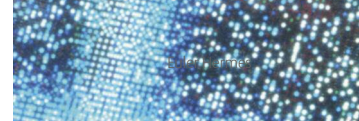
### Les retards de paiement ont diminué de manière inégale

Le nombre d'incidents de paiement enregistrés est à son plus bas niveau sur quatre ans. Grâce à une conjoncture économique et à un environnement des affaires favorables, les États-Unis sont parvenus à réduire les retards de paiement de -37 % cette année. L'ensemble des secteurs ont contribué à cette

performance, même si dans les secteurs de la chimie, du papier et des métaux, les retards de paiement ont moins diminué que dans d'autres (-14 %, -26 % et -29 %). Le secteur automobile est à ce titre davantage sujet à inquiétude puisque malgré des ventes record depuis 2004 (1,27 million de véhicules vendus en octobre), les impayés ont augmenté de +32 %. Au total, les perspectives pour 2015 sont clairement encourageantes, ce qui n'exclut pas la présence de risques.

### Un délai clients supérieur à la moyenne dans les secteurs de la santé et des TIC: la fin d'une bulle ?

Les États-Unis parviennent à maintenir leur délai clients (DSO) global à 55 jours l'an sur le long terme, soit en moyenne 15 jours de moins que notre panel mondial. Euler Hermes prévoit que son DSO se maintiendra encore à ce niveau en 2014, une prouesse en soi au regard de sa stabilité sur une période aussi longue. En 2013, deux secteurs affichaient un DSO supérieur à la moyenne: la santé (69 jours) et les TIC (64 jours). Le niveau plus élevé du DSO dans le secteur de santé reflète peut-être les ajustements consécutifs à l'adoption de la réforme ACA de 2010.



## ANNEXE

# Principales défaillances dans le monde en 2014\*

SOURCE :  
EULER HERMES

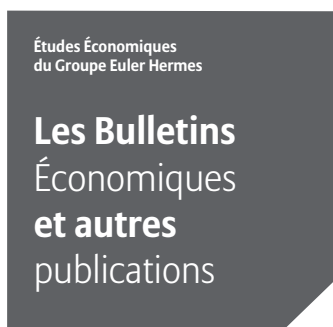
Date	Pays	Société	Dernier chiffre d'affaires (en millions EUR)	Activité
OCTOBRE	Taiwan	Wintek Corporation	1 910	Fabrication de produits électroniques grand public
	Corée du sud	Moneual Inc.	910	Fabrication de produits électroniques grand public
	Corée du sud	Ultra Construction & Engineering Co., Ltd	450	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels
	États-Unis	Endeavour International Corporation	266	Extraction d'hydrocarbures
	États-Unis	Gt Advanced Technologies Inc.	235	Fabrication de composants et cartes électroniques
	Pays-Bas	Nedstaal B.V.	98	Sidérurgie
	République tchèque	Tatra, A.S.	71	Commerce de détail d'équipements du foyer en magasin spécialisé
	Pays-Bas	Halfords	65	Autres commerces de détail en magasin spécialisé
	Italie	Migliore S.P.A.	64	Commerce de détail en magasin non spécialisé
	Pays-Bas	Brema-Air li B.V.	35	Fabrication d'articles en bois, liège, vannerie et sparterie
SEPTEMBRE	Pologne	Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa Wspólnota	26	Services financiers, hors assurance et caisses de retraite
	Russie	Paraman Ooo	3	Commerce de gros de biens domestiques
	Russie	Ehnergomash Zao	2	Fabrication de générateurs de vapeur
	Afrique du sud	Apollo Tyres Africa	n.a.	Fabrication de produits en caoutchouc
	Irlande	Fosset Brothers Circus Limited	n.a.	Activités récréatives et de loisirs
	États-Unis	Nll Holdings, Inc.	3 754	Télécommunications sans fil
	Royaume-Uni	Phones 4U Limited	1 205	Commerce de détail d'équipements de l'information et de la communic.
	Chine	Zhongjie Holding Company	709	Fabrication d'appareils ménagers
	Pays-Bas	Swets	550	Fonds de placement et entités financières similaires
	Afrique du sud	Ellerine Furnishers	307	Commerce de détail d'équipements du foyer en magasin spécialisé
AOÛT	Royaume-Uni	Mcarthur Group Limited	94	Commerce de gros d'autres équipements industriels
	Roumanie	Elit Srl	87	Transformation et conservation de la viande, préparations à base de viande
	Pologne	Elektrotechnika "Mors" S.Z.O. Odp.	67	Commerce de gros non spécialisé
	Nouvelle-Zélande	Postie Plus Group Ltd	58	Autres commerces de détail en magasin spécialisé
	Pays-Bas	Van Hattem Vlees B.V.	46	Fabrication de boissons
	Pologne	Pol-Dróg Pila S.Z.O. Odp.	36	Construction de routes et de voies ferrées
	Suède	Byggentreprenör M. Sundström Aktiebolag	22	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels
	Suède	Ga Sverige Ab	20	Commerce de gros de biens domestiques
	République tchèque	Unis Steel Cz S.R.O.	19	Autres commerces de gros spécialisés
	Finlande	Teljän Kuljetus Oy	18	Transports routiers de fret et services de déménagement
AOÛT	Russie	Nvisk Ooo	15	Construction d'autres ouvrages de génie civil
	Pologne	Wojciech Lamperski Przedsiębiorstwo Korona II	13	Commerce de gros non spécialisé
	Canada	U. S. Steel Canada Inc	n.a.	Sidérurgie
	Corée du sud	Pantech Co Ltd	1 003	Fabrication d'équipements de communication
	Pays-Bas	Koops Furness	463	Activités des sièges sociaux
	France	Groupe Altia	413	Forge, emboutissage, estampage; métallurgie des poudres
	États-Unis	Eagle Bulk Shipping Inc.	159	Transports maritimes et côtiers de passagers
	Japon	Orches	77	Commerce de gros de biens domestiques
	France	Smpa	68	Fabrication de produits en plastique
	République tchèque	Sky-Soft Spol. S R.O.	23	Publicité
JUILLET	Portugal	Fagor Lda	20	Fabrication d'appareils ménagers
	Pologne	Pbo "Aniola" S.A.	14	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels
	Pologne	Ampli S.A.	13	Commerce de gros non spécialisé
	Irlande	William Carr & Sons Limited	7	Pêche
	Russie	Akkord Ooo	1	Commerce de gros non spécialisé
	Canada	Martin Ross Group Inc	n.a.	Fabrication d'articles de joaillerie, bijouterie et articles similaires
	Russie	Strojtorng Ooo	n.a.	Construction d'autres ouvrages de génie civil
	Canada	Bombay & Co. Inc	n.a.	Commerce de détail d'autres équipements du foyer en magasin spécialisé
	Canada	Benix & Co. Inc	n.a.	Autres commerces de détail en magasin spécialisé
	Canada	Bowring & Co Inc	n.a.	Autres commerces de détail en magasin spécialisé
JUILLET	Turquie	Mos	n.a.	Autres commerces de gros spécialisés
	Turquie	N-T Grup	n.a.	Fabrication d'autres machines d'usage spécifique
	Turquie	Tinarsoy Elektrik Tic. San. Ltd. Sti.	n.a.	Autres commerces de gros spécialisés
	Chine	Chuanwei Group	3 273	Sidérurgie
	Espagne	Grupo Condasa	439	Production de métaux précieux et d'autres métaux non ferreux
	Espagne	Grupo Ros Casares Sl	299	Sidérurgie
	Royaume-Uni	Unipart Automotive Limited	254	Commerce d'équipements automobiles
	Mexique	Oceanografia	225	Transports maritimes et côtiers de fret
	Pays-Bas	Estro Groep B.V.	222	Services de prérogative publique
	Allemagne	Hansa Group Ag	180	Commerce de gros d'autres équipements industriels
JUILLET	Argentine	Rasic Hermanos Sa	177	Production animale
	Chine	Guangdong Smith Home Heavy Industry	99	Production de métaux précieux et d'autres métaux non ferreux
	Espagne	Tubos Y Hierros Industriales Sa	82	Production de métaux précieux et d'autres métaux non ferreux
	France	ATM	76	Fabrication d'aliments pour animaux
	Italie	Cedis Izzi S.P.A. Centro Distribuzione Organizzata	62	Location et exploitation de biens immobiliers propres ou loués
	Italie	Costruttori Riuniti Meccanici Italiani S.P.A.	62	Fabrication d'éléments en métal pour la construction
	République tchèque	Vokd, A.S.	57	Construction d'autres ouvrages de génie civil
	Hongrie	Budafer Zrt.	47	Autres commerces de gros spécialisés
	République tchèque	Plynostav - Regulace Plynu, A.S.	44	Construction de réseaux et de lignes
	Suède	Kentaro Ab	32	Autres activités spécialisées, scientifiques et techniques n.c.a.
JUN	Irlande	Dan Morrissey (Irl) Limited	26	Démolition et préparation des sites
	Suède	Aktiebolaget Wahlquists Verkstäder	21	Fabrication d'autres machines d'usage général
	Australie	Focus Press Pty Ltd	20	Fabrication d'articles en papier ou en carton
	Portugal	Faiart S.A.	20	Fabrication d'autres produits en céramique et en porcelaine
	Roumanie	Selina Srl	16	Construction de routes et de voies ferrées
	Russie	Astorija-Grupp Zao	0	Services financiers, hors assurance et caisses de retraite
	Russie	Specfinans Ooo	n.a.	Commerce de gros non spécialisé
	Turquie	Guleryuzler	n.a.	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels
	Mexique	Desarrolladora Homex	1 075	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels
	France	Groupe Fly Atlas	717	Commerce de détail d'équipements du foyer en magasin spécialisé
JUN	Roumanie	Planoil Srl	138	Commerce de détail de carburants en magasin spécialisé
	Canada	Veris Gold Corp	156	Activités extractives n.c.a.
	Pays-Bas	Neckermann	106	Commerce de détail hors magasin, éventaires ou marchés
	France	Commodities And Products Industries	76	Commerce de gros non spécialisé
	Corée du sud	Chonhaiji Co., Ltd	73	Construction navale
	Italie	Consta Spa	64	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels
	Corée du sud	Js Chem Corporation	55	Fabrication de peintures, vernis, encres et mastics
	Roumanie	Synergy Invest Srl	45	Location et exploitation de biens immobiliers propres ou loués
	Roumanie	Electrocentrale Galati Sa	44	Production, transport et distribution d'électricité
	Pologne	Wroclawskie Przedsiębiorstwo Budownictwa Przemysłowego Nr 2 S.A.	41	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels
JUN	Portugal	Pimenta & Rendeiro S.A.	23	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels
	Finlande	Erätukku Oy	21	Commerce de gros non spécialisé
	Pologne	Wzmms S.Z.O. Odp.	12	Autres services d'information
	Russie	Uralkord Zao	3	Production de métaux précieux et d'autres métaux non ferreux
	Turquie	Pehlivanoglu	n.a.	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels
	Espagne	Arturo Cantoblanco Sa (Group)	n.a.	Traiteurs et autres services de restauration

\* Liste non exhaustive par ordre chronologique inverse des principales défaillances d'entreprises connues en termes de chiffre d'affaires annuel et identifiées par Euler Hermes sur les 10 premiers mois de l'année 2014 pour les pays suivants : Afrique du sud, Allemagne, Argentine, Australie, Canada, Chili, Chine, Colombie, Corée du sud, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Japon, Mexique, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Russie, Suède, Taiwan, Thaïlande, Turquie.



Date	Pays	Société	Dernier chiffre d'affaires (en millions EUR)	Activité	
M AI	Pologne	Domex S.Z.O. Odp.	347	Programmation, conseil et autres activités informatiques	
	Japon	Hakugen	235	Fabrication d'autres produits chimiques	
	Roumanie	Vegetal Trading Srl	115	Transformation et conservation de la viande et préparations à base de viande	
	Roumanie	Marex Sa	110	Transformation et conservation de la viande et préparations à base de viande	
	Royaume-Uni	Solus Garden And Leisure Limited	105	Autres commerces de gros spécialisés	
	France	Societe Nice Matin	97	Édition de livres et périodiques et autres activités d'édition	
	Grèce	Seios Euronics Hellas S.A.	67	Commerce de gros de biens domestiques	
	Italie	Predieri Metalli S.R.L.	58	Autres commerces de gros spécialisés	
	Grèce	Shelman Wood Product Manufacturers S.A.	47	Activités de soutien à l'agriculture et traitement primaire des récoltes	
	Suède	Reroc Finance Ab	42	Services financiers, hors assurance et caisses de retraite	
	Roumanie	Pro Meat Fresh Srl	41	Transformation et conservation de la viande et préparations à base de viande	
	République tchèque	Přibramská Uzenina A.S.	27	Transformation et conservation de la viande et préparations à base de viande	
	Finlande	Cencei Oy	23	Commerce de gros de biens domestiques	
	Suède	Lockarp Försäljning Ab	19	Fabrication de produits de boulangerie pâtisserie et de pâtes alimentaires	
	Russie	Ileknft' Oao	4	Extraction d'hydrocarbures	
	Irlande	Mount Wolsely Hotel, Golf & Country Club	n.a.	Hôtels et hébergement similaire	
	Russie	Astrakhan Regiongaz	n.a.	Autres commerces de gros spécialisés	
	A VRIL	États-Unis	Energy Future Holdings Corp	4650	Production, transport et distribution d'électricité
		États-Unis	Momentive Performance Materials Holdings	1 887	Fabrication de produits en plastique
Mexique		Corporación Geo	1 090	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels	
États-Unis		James River Coal Company	865	Extraction de houille	
République tchèque		Less & Forest S.R.O.	239	Sylviculture et autres activités forestières	
États-Unis		Cenco Shipping & Trading Limited	179	Transports maritimes et côtiers de passagers	
Royaume-Uni		Sit-Up Limited	164	Commerce de détail hors magasin, éventaires ou marchés	
Canada		Cash Store Financial Services Inc, The	152	Services financiers, hors assurance et caisses de retraite	
Allemagne		3 Y Logistic Und Projektbetreuung Gmbh	135	Services auxiliaires des transports	
Espagne		Alier Sa	92	Fabrication de pâte à papier, de papier et de carton	
Corée du sud		Namkwang Construction Co., Ltd.	88	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels	
France		Airwell France Sas	85	Commerce de gros d'autres équipements industriels	
France		Française De Roues	73	Fonderie	
Espagne		Ferroiberica Sal	69	Fabrication d'éléments en métal pour la construction	
Royaume-Uni		Paul Simon (London) Limited	64	Commerce de textile/habillement en magasin spécialisé	
Italie		Ittierre S.P.A.	60	Fabrication de vêtements, autres qu'en fourrure	
Royaume-Uni		Farrrise Construction Limited	59	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels	
Corée du sud		Uni Metal Co., Ltd	51	Sidérurgie	
Argentine		Guido Guidi Sa	49	Commerce de véhicules automobiles	
Grèce		Neoset S.A.	42	Fabrication de meubles	
Suède		Kmw Energi Ab	36	Fabrication d'autres machines d'usage général	
Suède		Blekinge Metall Ab	22	Autres commerces de gros spécialisés	
Finlande		Paakkola Conveyors Oy	18	Fabrication d'éléments en métal pour la construction	
Nouvelle-Zélande		Christchurch Yarns Nz Ltd	7	Autres commerces de détail en magasin spécialisé	
Chili		Pesca Chili Sa	n.a.	Pêche	
États-Unis		Usec Inc.	1 029	Extraction de minerais de métaux non ferreux	
France		Ascometal	732	Métallurgie	
Corée du sud		Kt Ens Corporation	409	Fabrication d'équipements de communication	
Pays-Bas		Pouw Automotive Groep	386	Activités des sociétés holding	
Allemagne		Kunststoff-Technik Scherer & Trier Gmbh & Co. Kg	238	Fabrication de produits en plastique	
Pays-Bas		Kruidentier Groep B.V.	228	Commerce de gros non spécialisé	
Allemagne		Rena Gmbh	228	Fabrication d'autres machines d'usage général	
Royaume-Uni	Albemarle & Bond Holdings Plc	147	Commerce de détail hors magasin, éventaires ou marchés		
Espagne	Celaya Empananza Y Galdos Sa	123	Fabrication de piles et d'accumulateurs électriques		
Colombie	Comercializadora Internacional Banacol S A	117	Commerce de gros de produits agricoles bruts et d'animaux vivants		
Colombie	Campollo S.A.	103	Production animale		
Italie	Termosanitari Corradini - S.P.A.	88	Autres commerces de gros spécialisés		
Italie	Apomerco S.P.A.	63	Commerce de détail en magasin non spécialisé		
Italie	Satinox Tubi Inox S.P.A.	61	Production de métaux précieux et d'autres métaux non ferreux		
Corée du sud	Kwangsung High-Tech Co., Ltd.	55	Cuirs et fourrures; articles de voyage, de maroquinerie et de sellerie		
Colombie	Agricola El Retiro S.A.	46	Culture et élevage associés		
Colombie	Energia Integral Andina S.A	40	Production, transport et distribution d'électricité		
Roumanie	Agroli Group Srl	33	Commerce de gros de produits agricoles bruts et d'animaux vivants		
Finlande	Ecostream Oy	24	Autres commerces de gros spécialisés		
Finlande	L&T Recoil Oy	23	Autres commerces de gros spécialisés		
Finlande	Maanrakennuslike Powerman Oy	21	Démolition et préparation des sites		
République tchèque	Moravia Sport Group Spol. S R. O.	16	Commerce de gros de biens domestiques		
Chili	Establecimientos De La Fuente	16	Commerce de détail de produits non alimentaires		
Portugal	Rui Ribeiro S.A.	14	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels		
Nouvelle-Zélande	Mediaweb Ltd	n.a.	Édition de livres et périodiques et autres activités d'édition		
M ARS	Allemagne	Wellmann Bauteile Gmbh	300	Fabrication de meubles	
	Thaïlande	Soon Hua Seng Group	296	Activités de soutien à l'agriculture et traitement primaire des récoltes	
	Espagne	Grupo Husa	123	Traiteurs et autres services de restauration	
	France	Groupe Vial	77	Autres commerces de gros spécialisés	
	Roumanie	Avicola Crevedia Sa	72	Culture et élevage associés	
	Royaume-Uni	Jane Norman Limited	64	Commerce de textile/habillement en magasin spécialisé	
	Italie	Servola S.P.A.	55	Autres commerces de gros spécialisés	
	Irlande	Staunton Sports T/A Elverys (In Examinership)	53	Commerce de détail en magasin non spécialisé	
	États-Unis	First Mariner Bancorp	49	Services financiers, hors assurance et caisses de retraite	
	République tchèque	Liberty Cz Group A.S.	28	Commerce de gros d'équipements de l'information et de la communication	
	Irlande	Irish Driver-Harris Company, Limited	27	Commerce de gros d'autres équipements industriels	
	Finlande	Tammet Oy	27	Fabrication d'autres ouvrages en métaux	
	Suède	Malmströms/Camilla Ab	21	Commerce de textile/habillement en magasin spécialisé	
	Suède	Spiritbeklädnads Ab	18	Autres commerces de détail en magasin spécialisé	
	Colombie	Ci Comergroup S.A.	17	Commerce de gros de produits agricoles bruts et d'animaux vivants	
	Portugal	Grupo-Gel S.A.	17	Transformation et conservation de poisson, de crustacés et de mollusques	
	Portugal	Raplus S.A.	14	Production de métaux précieux et d'autres métaux non ferreux	
	Portugal	M.Coutinho Litoral S.A.	14	Commerce de véhicules automobiles	
	Chili	Acuinova Chili S.A.	n.a.	Pêche	
	Allemagne	Verlagsgruppe Weltbild Gmbh	616	Édition de livres et périodiques et autres activités d'édition	
	Pays-Bas	Heiploeg Holding B.V.	269	Extraction de lignite	
	Allemagne	Strauss Innovation Gmbh & Co. Kg	168	Commerce de détail en magasin non spécialisé	
	Allemagne	Sggt Maschinen- Und Anlagenbau Gmbh & Co. Kg	164	Traitement et revêtement des métaux; usinage	
	Pays-Bas	Rasenbergholding B.V.	149	Construction d'autres ouvrages de génie civil	
	Pologne	Nomi S.A.kcyjna	112	Autres commerces de détail en magasin spécialisé	
	Finlande	Fenestra Oy	99	Fabrication d'articles en bois, liège, vannerie et sparterie	
	Royaume-Uni	Mivan (UK) Limited	76	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels	
	Portugal	Evicar S.A.	67	Commerce de véhicules automobiles	
	République tchèque	Nelumbo Spol. S R.O.	65	Construction de réseaux et de lignes	
	Portugal	Ponto Fresco S.A.	49	Commerce de détail alimentaire en magasin spécialisé	
	Finlande	Casatino Production Oy	27	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels	
	Portugal	Ficacém S.A.	15	Commerce de véhicules automobiles	
Chili	Patroll Internacional S.A.	n.a.	Activités de sécurité privée		
J ANVIER	Allemagne	Verlagsgruppe Weltbild Gmbh	616	Édition de livres et périodiques et autres activités d'édition	
	Pays-Bas	Heiploeg Holding B.V.	269	Extraction de lignite	
	Allemagne	Strauss Innovation Gmbh & Co. Kg	168	Commerce de détail en magasin non spécialisé	
	Allemagne	Sggt Maschinen- Und Anlagenbau Gmbh & Co. Kg	164	Traitement et revêtement des métaux; usinage	
	Pays-Bas	Rasenbergholding B.V.	149	Construction d'autres ouvrages de génie civil	
	Pologne	Nomi S.A.kcyjna	112	Autres commerces de détail en magasin spécialisé	
	Finlande	Fenestra Oy	99	Fabrication d'articles en bois, liège, vannerie et sparterie	
	Royaume-Uni	Mivan (UK) Limited	76	Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels	
	Portugal	Evicar S.A.	67	Commerce de véhicules automobiles	
	République tchèque	Nelumbo Spol. S R.O.	65	Construction de réseaux et de lignes	





## Déjà parus

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

N° 1210

■ **Les dossiers**  
Le marché automobile mondial — De nouveau sur quatre roues

N° 1211-1212

■ **Les défaillances d'entreprises dans le monde**  
Le ver est dans le fruit  
Délais et retards de paiement, impayés et défaillances d'entreprises : nos prévisions pour 2015

## A paraître:

N° 1213

■ **Les dossiers**

## The Economic Talk

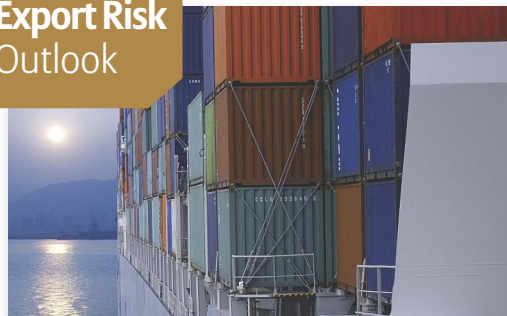
+2,5%  
en 2014

Mahamoud ISLAM  
Economiste zone Asie



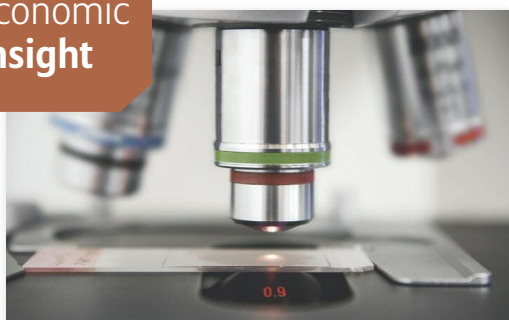
[www.youtube.com](http://www.youtube.com)

## Weekly Export Risk Outlook



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

## Economic Insight



- *U.S. businesses' payment behaviors point to slowed GDP and mixed picture for key industries* ► 2014-11-18 (En)
- *Spain : Cautiously taking the bull by the horns* ► 2014-10-08 (En)
- *Chinese exports 2014-2015: Another US\$300bn* ► 2014-10-07 (En)
- *Russia and the West: Tough Love?* ► 2014-09-12 (En)
- *Non-payments in Italy: It's not over... yet!* ► 2014-09-04 (En)
- *Don't cry too much for Argentina* ► 2014-08-08 (En)
- *Engrais : silence, ça pousse* ► 2014-08-05 (Fr, En)
- *Transport routier de marchandises : le coût du travail explique le grand écart de rentabilité en Europe* ► 2014-07-08 (Fr, En)
- *Le marché de l'électricité en Europe sous tension (s)* ► 2014-07-05 (Fr, En)
- *Thailand : Another coup challenges the country's economic resiliency* ► 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)

## Country Report



- Angola ► 2014-09-25
- Australia ► 2014-09-25
- Austria ► 2014-09-25
- Bahrein ► 2014-09-25
- Belarus ► 2014-09-25
- Bolivia ► 2014-09-25
- Bosnia & H. ► 2014-09-25
- Brazil ► 2014-09-25
- Cameroon ► 2014-09-25
- Congo PR ► 2014-09-25
- Costa Rica ► 2014-09-25
- Dominican Republic ► 2014-09-25
- Ecuador ► 2014-09-25
- Estonia ► 2014-09-25
- Finland ► 2014-09-25
- Guatemala ► 2014-09-25
- Hong Kong ► 2014-09-25
- Indonesia ► 2014-09-25
- Jordan ► 2014-09-25
- Kazakhstan ► 2014-09-25
- Lebanon ► 2014-09-25
- Mongolia ► 2014-09-25
- The Netherlands ► 2014-09-25
- Pakistan ► 2014-09-25
- Qatar ► 2014-09-25
- Russia ► 2014-09-25
- Vietnam ► 2014-09-25

## Industry Report



- *Textile & Clothing in Germany: A two-gear reality* ► 2014-10-31 (En)
- *Textile & Clothing in Italy: Bronze medal on the international podium, but facing obstacles* ► 2014-10-31 (En, It)
- *Italian car sector: Time to do an oil change* ► 2014-10-22 (En, It)
- *U.S. Automotive* ► 2014-10-03 (En)
- *U.S. Construction* ► 2014-10-03 (En)
- *Italian steel at a crossroads* ► 2014-09-30 (En)
- *Der Automobilweltmarkt: Wieder auf allen vier Rädern* ► 2014-09-19 (De)
- *Agrifood in the Netherlands The bumpy road continues* ► 2014-09-18 (En)
- *Construction in Germany: Betongold at a turning point?* ► 2014-08-07 (En)
- *Construction in South Korea: not out of the woods yet* ► 2014-08-07 (En)
- *Machinery and Equipment in Italy: Preparing its comeback* ► 2014-06-23 (En)
- *La pharmacie en Chine : à plein volume* ► 2014-06-24 (En, Fr)

## Implantations

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

www.eulerhermes.com

### ► Afrique du Sud

Contacteur Italie

### ► Allemagne

Euler Hermes Deutschland AG  
Friedensallee 254  
22763 Hambourg  
Tél. : + 49 40 8834 9000

Euler Hermes Aktiengesellschaft  
Gaastraße 27  
22761 Hambourg  
Tél. : + 49 40 8834 9000

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

Euler Hermes Rating GmbH  
Friedensallee 254  
22763 Hambourg  
Tél. : + 49 40 8 34 640

Euler Hermes Liaison Office at AGCS  
Allianz Global Corporate & Specialty AG  
Fritz-Schäffer-Straße 9  
81737 München  
Tél. : + 49 89 38 00 12 159

### ► Arabie Saoudite

Contacteur Émirats Arabes Unis

### ► Argentine

Solunion  
Av. Corrientes 299  
C1043AAC CBA,  
Buenos Aires  
Tél. : + 54 11 4320 9048

### ► Australie

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

### ► Autriche

Acredia Versicherung AG  
Himmelfortgasse 29  
1010 Vienne  
Tél. : + 43 5 01 02 1111

Euler Hermes Collections GmbH  
Zweigniederlassung Österreich  
Handelskai 388  
1020 Vienne  
Tél. : + 43 1 90 22714000

### ► Bahreïn

Contacteur Émirats Arabes Unis

### ► Belgique

Euler Hermes Europe SA (NV)  
Avenue des Arts — Kunstlaan, 56  
1000 Bruxelles  
Tél. : + 32 2 289 3111

### ► Brésil

Euler Hermes Seguros de Crédito SA  
Avenida Paulista, 2.421 — 3° andar  
Jardim Paulista  
São Paulo / SP 01311-300  
Tél. : + 55 11 3065 2260

### ► Canada

Euler Hermes North America Insurance  
Company  
1155, Boulevard René-Lévesque Ouest  
Bureau 2810  
Montréal Québec H3B 2L2  
Tél. : + 1 514 876 9656 / + 1 877 509 3224

### ► Chili

Solunion  
Av. Isidora Goyenechea, 3520  
Santiago  
Tél. : + 56 2 2410 5400

### ► Chine

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

### ► Colombie

Solunion  
Calle 7 Sur No. 42-70  
Edificio Fórum II Piso 8  
Medellin  
Tél. : + 57 4 444 01 45

### ► Corée du Sud

Euler Hermes Hong Kong Services  
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, filiale de  
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  
Edificio Moda Shopping  
Portal C, 3ª planta  
28020 Madrid  
Tél. : +34 902 400 903

### ► Estonie

Contacteur Finlande

### ► États-Unis

Euler Hermes North America  
Insurance Company  
800 Red Brook Boulevard  
Owings Mills, MD 21117  
Tél. : + 1 877 883 3224

### ► Finlande

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

### ► France

Euler Hermes France SA  
Euler Hermes Collection  
Euler Hermes World Agency  
1, place des Saisons  
92048 Paris La Défense Cedex  
Tél. : + 33 1 84 11 50 50

### ► Grèce

Euler Hermes Hellas  
Credit Insurance SA  
16 Laodikias Street & 1-3 Nymfeou Street  
Athènes Grece 11528  
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 SA  
Magyarországi Fióktelepe  
Euler Hermes Magyar Követeléskezelő Kft.  
(trade debt collection)  
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  
Tél. : +353 (0) 1 518 7900



## ► Israël

ICIC  
2, Shenkar Street  
68010 Tel Aviv  
Tél. : +97 23 796 2444

## ► Italie

Euler Hermes Europe SA  
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 Suède

## ► Lituanie

Contacteur Danemark

## ► 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  
Tél. : +603 2264 8556 (or 8599)

## ► Maroc

Euler Hermes Acmar  
37, bd Abdelatif Ben Kaddour  
20050 Casablanca  
Tél. : + 212 5 22 79 03 30

## ► Mexique

Solunion  
Torre Polanco  
Mariano Escobedo 476, Piso 15  
Colonia Nueva Anzures  
11590 Mexico D.F.  
Tél. : +52 55 52 01 79 00

## ► Norvège

Euler Hermes Norge  
Holbergsgate 21  
P.O. Box 6 875  
St. Olavs Plass  
0130 Oslo  
Tél. : + 47 2 325 60 00

## ► Nouvelle Zélande

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

## ► Oman

Contacteur Émirats Arabes Unis

## ► Pays-Bas

Euler Hermes Nederland  
Pettelaarpark 20  
P.O. Box 70751  
5201CZ's-Hertogenbosch  
Tél. : + 31 (0) 73 688 99 99 / 0800 385 37 65

Euler Hermes Bonding  
De Entree 67 (Alpha Tower)  
P.O. Box 12473  
1100 AL Amsterdam  
Tél. : +31 (0) 20 696 39 41

## ► 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, nº 58  
1069-057 Lisbonne  
Tél. : + 351 21 791 37 00

## ► Qatar

Contacteur Émirats Arabes Unis

## ► République tchèque

Euler Hermes Europe SA  
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 9812 8 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 34 Stockholm  
Tél. : + 46 8 555 136 00

## ► Suisse

Euler Hermes Deutschland AG,  
Zweigniederlassung Zürich  
Richtplatz 1  
Postfach  
8304 Wallisellen  
Tél. : + 41 44 283 65 65  
Tél. : + 41 44 283 65 85 (Reinsurance)

## ► Taïwan

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.  
Büyükdere Cad. No:100-102  
Maya Akar Center Kat: 7 esentepe  
34394 Şişli / Istanbul  
Tél. : +90 212 2907610

## ► Vietnam

Contacteur Singapour



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

Economic  
Outlook



Avec Ecofolio  
tous les papiers  
se recyclent.