

# Rapports pays Atradius

Europe centrale, Europe orientale et  
Sud-Est de l'Europe – Septembre 2016



## Table des matières

Évaluation du risque politique Atradius STAR	Page 3
Hongrie	Page 4
Pologne	Page 7
République Tchèque	Page 10
Russie	Page 13
Slovaquie	Page 17
Turquie	Page 19

## Économies d'Europe centrale, d'Europe orientale et du Sud-Est de l'Europe : Évaluation du risque politique Atradius STAR\* :

**République Tchèque : 3 (risque faible - modéré) - stable**

**Hongrie : 5 (risque modéré) – positif**

**Pologne : 3 (risque faible - modéré) - négatif**

**Russie : 5 (risque faible - modéré) - positif**

**Slovaquie : 3 (risque faible - modéré) - positif**

**Turquie : 5 (risque modéré) - stable**

\* Le classement STAR fonctionne sur une échelle de 1 à 10, où 1 représente le risque le plus faible et 10 le risque le plus élevé.

Les 10 étapes du classement sont regroupées en cinq grandes catégories pour faciliter leur interprétation en termes de qualité du crédit. En partant de la partie la plus faible du spectre de qualité, ces catégories vont de « Risque Faible », « Risque Faible-Modéré », « Risque Modéré », « Risque Important-Modéré » à « Risque Important », avec une note séparée réservée au « Risque Très Important ».

En plus de l'échelle à 10 points, des modificateurs de classement sont associés à chaque échelon : « Positif », « Stable », et « Négatif ». Ces modificateurs de classement permettent une granularité plus importante et de faire une différence plus précise entre les pays en termes de risque.

Pour plus d'informations concernant le classement STAR d'Atradius, veuillez [cliquer ici](#).

# Hongrie

## Principales sources d'importation (2015, % du total)

Allemagne :	26,2 %
Chine :	6,8 %
Autriche :	6,7 %
Pologne :	5,5 %
Slovaquie :	5,4 %

## Principaux marchés d'exportation (2015, % du total)

Allemagne :	28,1 %
Roumanie :	5,4 %
Slovaquie :	5,1 %
Autriche :	5,0 %
Italie :	4,8 %

## Indicateurs clés

	2013	2014	2015	2016*	2017*
PIB réel (différence en % d'une année à l'autre)	2,0	3,6	2,9	1,8	2,6
Indice des prix à la consommation (différence en % d'une année à l'autre)	1,7	- 0,2	-0,1	0,9	2,1
Consommation privée réelle (différence en % d'une année à l'autre)	0,5	1,5	2,6	3,7	2,6
Ventes au détail (différence en % d'une année à l'autre)	1,5	5,3	3,7	2,5	3,3
Production industrielle (différence en % d'une année à l'autre)	1,1	7,7	7,5	3,7	4,0
Taux de chômage (%)	10,0	7,8	6,8	6,0	5,8
Investissements fixes réels (différence en % d'une année à l'autre)	7,3	12,0	1,2	-8,8	2,5
Exportations de marchandises et de services non compris les revenus des facteurs (différence en % d'une année à l'autre)	6,3	7,6	8,4	5,2	3,7
Compte courant/PIB (%)	3,1	4,2	4,4	4,5	3,9
Balance fiscale (% du PIB)	-2,6	-2,3	-1,9	-2,6	-2,7

\* prévisions Source : IHS

## Perspectives de performance des industries hongroises

Septembre 2016

- 
**Excellentes :**  
 La situation du risque de crédit dans le secteur est excellente / la performance des entreprises dans le secteur est excellente par rapport à sa tendance à long terme.
- 
**Bonnes :**  
 La situation du risque de crédit dans le secteur est bonne / la performance des entreprises dans le secteur est meilleure que la tendance à long terme.
- 
**Correctes :**  
 La situation du risque de crédit dans le secteur est correcte / la performance des entreprises dans le secteur est stable.
- 
**Mauvaises :**  
 La situation du risque de crédit dans le secteur est dégradée / la performance des entreprises dans le secteur est plus mauvaise que la tendance à long terme.
- 
**Très mauvaises :**  
 La situation du risque de crédit dans le secteur est très mauvaise / la performance des entreprises dans le secteur est très mauvaise par rapport à sa tendance à long terme.

Agriculture	Automobile/ Transport	Chimie/Pharma	Construction	Matériaux de construction
				
Biens de consommation durables	Electronique/TIC	Services financiers	Alimentation	Machines/ Ingénierie
				
Métaux	Papier	Services	Acier	Textile
				

## Situation politique

### Chef d'État :

Président Janos Ader  
(depuis mai 2012)

### Chef de gouvernement :

Premier ministre Viktor Orbán  
(depuis mai 2010)

### Population :

9,8 millions

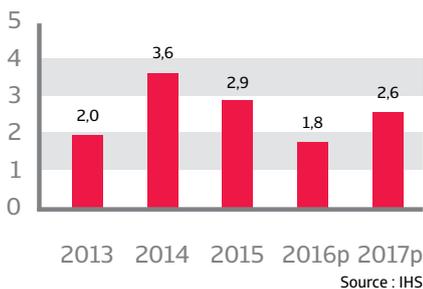
### Les relations avec l'UE restent problématiques

La coalition conservatrice au pouvoir, composée des partis Fidesz et KDNP et dirigée par le Premier ministre Viktor Orbán, a adopté à maintes reprises des mesures qui ont mené à des confrontations avec la Commission européenne et les autres États membres de l'UE (par exemple la loi controversée sur les médias, certains amendements constitutionnels contrôlant l'indépendance du judiciaire et une position de fermeté sur la politique relative aux migrants, conjuguée à un manque de volonté en matière de respect des quotas obligatoires pour les réfugiés adoptés par l'UE).

Ces mesures, associées à certaines décisions peu orthodoxes en matière de politique économique, telles que des impôts supplémentaires sur les banques, et les confrontations répétées du gouvernement avec l'UE ont mené à une certaine incertitude parmi ses pairs européens et les investisseurs étrangers.

## Situation économique

### Croissance réelle du PIB (différence en % d'une année à l'autre)

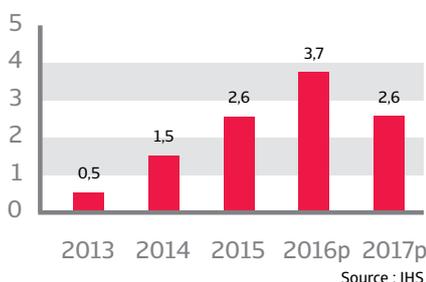


### Ralentissement de la croissance attendu en 2016, suivi par un rebond en 2017

La croissance du PIB hongrois devrait ralentir et passer à 1,8 % en 2016, essentiellement en raison de la baisse des investissements publics (baisse des allocations des fonds européens). Néanmoins, la croissance économique est soutenue par la hausse de la consommation des ménages (jusqu'à 3,7 %). La progression de la consommation des ménages est stimulée par les hausses salariales, les baisses d'impôts et le recul du chômage (jusqu'à 6 % en 2016). La hausse du taux d'emploi est essentiellement due à l'embauche dans le secteur privé et à l'extension des programmes de travaux publics.

En 2016, la croissance des exportations devrait ralentir, mais demeurer soutenue (jusqu'à 5,2 %). Le compte courant devrait rester excédentaire en 2016 et en 2017.

### Consommation privée réelle (différence en % d'une année à l'autre)

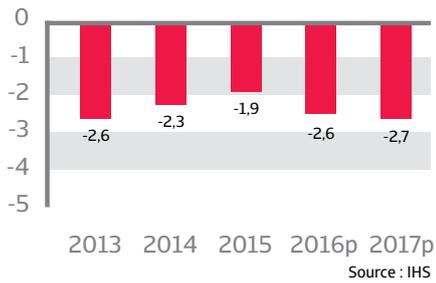


En 2017, la croissance devrait progresser de 2,6 %, étant donné que les investissements publics et privés repartiront à la hausse et que la consommation des ménages restera soutenue. Les risques résultent de la fin éventuelle de la reprise dans la zone euro et d'un ralentissement des échanges mondiaux, ce qui mettrait à mal la croissance des exportations hongroises.

Lors du premier semestre 2016, la banque centrale hongroise a réduit à deux reprises le taux d'intérêt de référence, qui a atteint 0,9 % en juillet 2016, dans le but de contrer le ralentissement de l'inflation et de stimuler la croissance économique. Après les déflations de 2014 et 2015 (essentiellement dues aux prix régulés de l'énergie distribuée aux ménages), les prix à la consommation devraient repartir à la hausse, soit +0,9 % en 2016 et +2,1 % en 2017.

Le gouvernement s'est montré déterminé à respecter la discipline fiscale jusqu'à présent. L'administration s'est fixée pour priorité de limiter le déficit budgétaire sous la barre des 3 % du PIB afin d'éviter les sanctions européennes. Cependant, depuis 2010, le gouvernement utilise des méthodes peu orthodoxes pour équilibrer son budget, et notamment des impôts extraordinaires sur les banques et les services publics. Le déficit budgétaire devrait rester sous le seuil de 3 % en 2016 (2,6 % du PIB) et en 2017 (2,7 % du PIB).

### Balance fiscale (% du PIB)



### Le niveau élevé de la dette constitue un point faible majeur

Le principal point faible de la Hongrie reste son niveau élevé de dette externe qui atteignait plus de 100 % du PIB en 2015. Une grande partie est libellée en devises étrangères, ce qui exacerbe le problème, étant donné que la faiblesse du forint désavantage de nombreux foyers et entreprises hongrois, qui possèdent des prêts libellés en devises étrangères. La Hongrie reste par conséquent très sensible au sentiment des investisseurs internationaux et à la volatilité de la devise.

# Pologne

## Principales sources d'importation (2015, % du total)

Allemagne :	28,1 %
Chine :	7,6 %
Russie :	7,3 %
Pays-Bas :	6,0 %
Italie :	5,3 %

## Principaux marchés d'exportation (2015, % du total)

Allemagne :	27,3 %
Royaume-Uni :	6,8 %
République Tchèque :	6,6 %
France :	5,6 %
Italie :	4,8 %

## Indicateurs clés

	2013	2014	2015	2016*	2017*
PIB réel (différence en % d'une année à l'autre)	1,3	3,3	3,6	3,4	3,1
Indice des prix à la consommation (différence en % d'une année à l'autre)	0,9	-0,1	-0,9	-0,3	1,9
Consommation privée réelle (différence en % d'une année à l'autre)	0,2	2,4	3,1	3,6	3,5
Ventes au détail (différence en % d'une année à l'autre)	1,7	3,2	2,4	3,8	3,9
Production industrielle (différence en % d'une année à l'autre)	2,3	3,4	4,8	3,8	4,1
Taux de chômage (%)	10,3	9,0	7,5	6,4	6,5
Investissements fixes réels (différence en % d'une année à l'autre)	-1,1	10,0	6,1	1,5	2,8
Exportations de marchandises et de services non compris les revenus des facteurs (différence en % d'une année à l'autre)	6,1	6,4	6,8	5,1	3,8
Compte courant/PIB (%)	-1,3	-1,3	-0,2	-1,0	-1,3
Balance fiscale (% du PIB)	-4,0	-3,3	-2,6	-3,2	-3,3

\* prévisions Source : IHS

## Perspectives de performance des industries polonaises

### Septembre 2016



**Excellentes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est excellente / la performance des entreprises dans le secteur est excellente par rapport à sa tendance à long terme.



**Bonnes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est bonne / la performance des entreprises dans le secteur est meilleure que la tendance à long terme.



**Correctes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est correcte / la performance des entreprises dans le secteur est stable.



**Mauvaises :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est dégradée / la performance des entreprises dans le secteur est plus mauvaise que la tendance à long terme.



**Très mauvaises :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est très mauvaise / la performance des entreprises dans le secteur est très mauvaise par rapport à sa tendance à long terme.

Agriculture	Automobile/ Transport	Chimie/Pharma	Construction	Matériaux de construction
Biens de consommation durables	Electronique/TIC	Services financiers	Alimentation	Machines/ Ingénierie
Métaux	Papier	Services	Acier	Textile

## Situation politique

**Chef d'État :**  
 Président Andrzej Duda  
 (depuis août 2015)

**Chef de gouvernement :**  
 Premier ministre Beata Szydlo  
 (depuis novembre 2015)

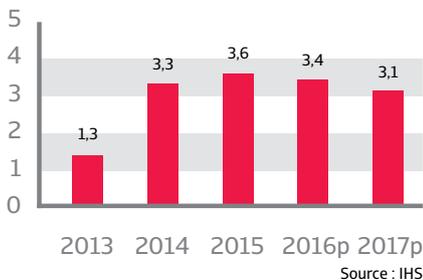
**Population :**  
 38 millions

### Des initiatives controversées lancées par la nouvelle administration

Le parti conservateur nationaliste Droit et Justice (PiS) a remporté les élections d'octobre 2015 et recueilli 235 des 460 sièges au Parlement. Dès son inauguration, la nouvelle administration du PiS a lancé des initiatives stratégiques controversées, en tentant notamment de réorganiser la cour constitutionnelle polonaise, en contrôlant directement les chaînes de radiodiffusion publiques et les services de sécurité et en purgeant les directions des entreprises publiques. Ces mesures ont provoqué des manifestations massives en Pologne, tandis que l'Union européenne examine si ces mesures enfreignent les statuts de l'UE.

## Situation économique

### Croissance réelle du PIB (différence en % d'une année à l'autre)

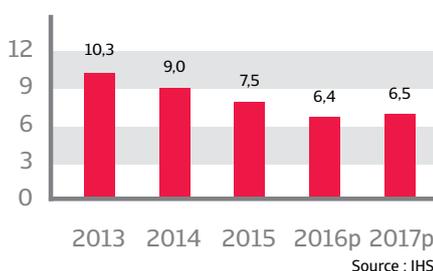


### Une croissance économique supérieure à la moyenne de la zone euro

Ces dernières années, l'économie polonaise a progressé à un rythme bien supérieur à celui de la zone euro et cette tendance devrait se poursuivre au cours des deux prochaines années. En 2015, le PIB polonais a augmenté de 3,6 %, essentiellement grâce à la consommation privée, aux investissements et aux exportations. L'économie polonaise devrait continuer à profiter des faibles prix de l'énergie et de la relance dans la zone euro en 2016, et à enregistrer une croissance du PIB de 3,4 % soutenue par une demande nationale solide et une hausse des exportations. En 2017, l'économie devrait progresser de 3,1 %.

L'augmentation de la consommation privée est due aux faibles prix de l'énergie ainsi qu'à la hausse des salaires et de l'emploi. Les prix à la consommation devraient rester bas en 2016. Le nombre d'offres d'emplois progresse et est à son maximum dans les segments de la production industrielle et de l'enseignement. Le chômage devrait poursuivre sa baisse pour atteindre 6,5 % en 2017.

### Consommation privée réelle (différence en % d'une année à l'autre)

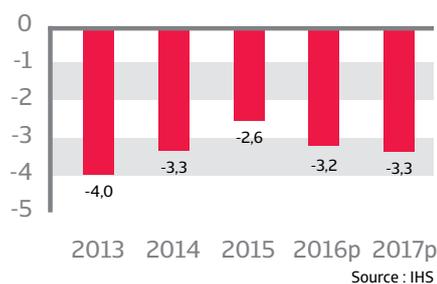


Le déficit budgétaire de la Pologne est inférieur au seuil de Maastricht de 3 % depuis 2009, mais il devrait dépasser les 3 % en 2016 et en 2017, malgré la création d'un impôt supplémentaire sur les banques et les grandes entreprises de détail. Cette hausse est attribuable à l'augmentation des dépenses militaires en réaction à l'intervention russe en Ukraine, à la hausse des dépenses sociales et à la réduction du taux de TVA standard.

Le déficit du compte courant a diminué en passant à 0,1 % du PIB, mais devrait repartir à la hausse en 2016 et en 2017 (à plus de 1 % du PIB) en raison d'une progression de la demande nationale qui stimule les importations.

Au cours de la crise du crédit de 2008/2009, la devise polonaise s'est fortement dépréciée par rapport à l'euro. Cependant, le taux de change est resté relativement stable depuis lors et il n'y a actuellement aucune raison d'attendre d'importantes fluctuations de la devise. Dans l'ensemble, la Pologne enregistre des notes d'investissement positives et le gouvernement peut emprunter sur les marchés financiers à des taux relativement avantageux. La Pologne présente des bases économiques solides qui devraient la protéger en cas de sentiment défavorable des investisseurs.

### Balance fiscale (% du PIB)



### Exposition aux conséquences négatives du « Brexit »

À l'instar des autres pays d'Europe orientale, la Pologne peut être mise à mal par la possible fin de la relance actuelle dans la zone euro. En outre, les difficultés rencontrées dans le domaine de la politique interne ainsi que toute nouvelle politique économique défavorable adoptée par le nouveau gouvernement PiS pourraient tempérer le sentiment des investisseurs, à une époque de volatilité accrue et d'insécurité. Au sein de l'Europe centrale, l'économie polonaise semble la plus sensible aux retombées financières et politiques entraînées par le vote britannique en faveur de la sortie de l'UE. Les envois annuels de fonds de Polonais résidant à l'étranger s'élèvent à environ 4 milliards d'euros et proviennent pour la plupart du Royaume-Uni. À plus long terme, le départ du Royaume-Uni pourrait avoir une incidence sur les fonds structurels européens, ce qui pourrait jouer un rôle majeur pour les progrès économiques polonais. Le Royaume-Uni est en outre la deuxième destination d'exportation après l'Allemagne.

# République Tchèque

## Principales sources d'importation (2015, % du total)

Allemagne :	30,1 %
Pologne :	9,0 %
Chine :	8,4 %
Slovaquie :	6,6 %
Pays-Bas :	5,0 %

## Principaux marchés d'exportation (2015, % du total)

Allemagne :	32,5 %
Slovaquie :	9,0 %
Pologne :	5,9 %
Royaume-Uni :	5,3 %
France :	5,1 %

## Indicateurs clés

	2013	2014	2015	2016*	2017*
PIB réel (différence en % d'une année à l'autre)	-0,5	2,7	4,6	2,5	2,7
Indice des prix à la consommation (différence en % d'une année à l'autre)	1,4	0,4	0,3	0,7	2,2
Consommation privée réelle (différence en % d'une année à l'autre)	0,5	1,8	3,1	2,8	2,6
Ventes au détail (différence en % d'une année à l'autre)	-1,1	5,7	6,4	4,7	2,6
Production industrielle (différence en % d'une année à l'autre)	-0,1	5,0	4,6	3,9	4,1
Taux de chômage (%)	7,0	6,1	5,1	4,2	4,1
Investissements fixes réels (différence en % d'une année à l'autre)	-2,5	3,9	9,1	3,9	3,2
Exportations de marchandises et de services non compris les revenus des facteurs (différence en % d'une année à l'autre)	0,2	8,7	7,9	5,2	4,1
Compte courant/PIB (%)	-1,4	0,6	0,9	0,8	-0,2
Balance fiscale (% du PIB)	-1,2	-1,9	-0,4	-0,6	-0,9

\* prévisions Source : IHS

## Perspectives de performance des industries tchèques

Septembre 2016



**Excellentes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est excellente / la performance des entreprises dans le secteur est excellente par rapport à sa tendance à long terme.



**Bonnes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est bonne / la performance des entreprises dans le secteur est meilleure que la tendance à long terme.



**Correctes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est correcte / la performance des entreprises dans le secteur est stable.



**Mauvaises :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est dégradée / la performance des entreprises dans le secteur est plus mauvaise que la tendance à long terme.



**Très mauvaises :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est très mauvaise / la performance des entreprises dans le secteur est très mauvaise par rapport à sa tendance à long terme.

Agriculture	Automobile/ Transport	Chimie/Pharma	Construction	Matériaux de construction
Biens de consommation durables	Electronique/TIC	Services financiers	Alimentation	Machines/ Ingénierie
Métaux	Papier	Services	Acier	Textile

## Situation politique

### Chef d'État :

Président Milos Zeman  
(depuis mars 2013)

### Chef de gouvernement :

Premier ministre Bohuslav Sobotka  
(depuis janvier 2014)

### Population :

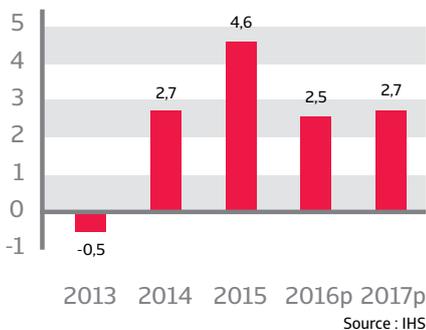
10,5 millions

### Gouvernement de coalition stable

Depuis janvier 2014, la République Tchèque est dirigée par une coalition de centre gauche, détenant 111 des 200 sièges au Parlement. La coalition est menée par le parti social-démocrate tchèque (CSSD) à gauche, tandis que les deux autres partis de la coalition sont le parti centriste ANO 2011 et les chrétiens-démocrates (KDU-CSL).

## Situation économique

### Croissance réelle du PIB (différence en % d'une année à l'autre)

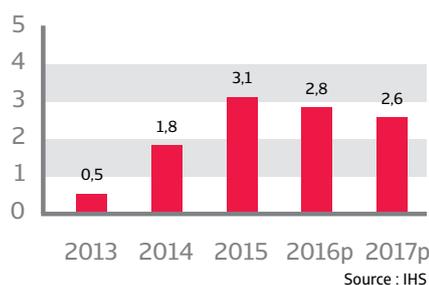


### Une croissance ralentie, mais toujours solide est attendue.

Depuis janvier 2014, la République Tchèque est dirigée par une coalition de centre gauche, détenant 111 des 200 sièges au Parlement. La coalition est menée par le parti social-démocrate tchèque (CSSD) à gauche, tandis que les deux autres partis de la coalition sont le parti centriste ANO 2011 et les chrétiens-démocrates (KDU-CSL).

En 2015, l'économie tchèque a enregistré une croissance soutenue de 4,6 %, grâce à la hausse de la consommation des ménages, aux investissements publics financés par l'UE et à la bonne tenue des exportations (notamment les marchandises liées au secteur automobile).

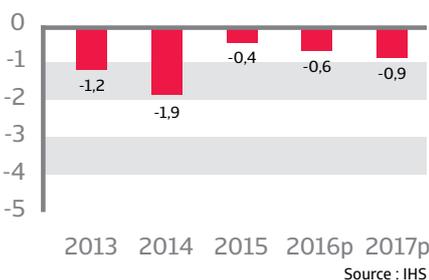
### Consommation privée réelle (différence en % d'une année à l'autre)



Malgré un ralentissement de la croissance attendu pour 2016 et 2017, les taux de croissance du PIB prévus demeurent solides, respectivement à 2,5 % et 2,7 %. La demande nationale devrait rester soutenue en dépit d'une baisse des investissements publics. La croissance de la consommation des ménages est stimulée par la hausse des revenus, la baisse du chômage et des conditions de prêt avantageuses. En parallèle, la croissance des exportations devrait se poursuivre, stimulée par la demande de la zone euro et l'amélioration de la compétitivité du pays à l'échelle internationale.

Afin d'améliorer la compétitivité du pays et de stimuler les exportations ainsi que pour limiter les pressions déflationnistes, la Banque centrale est intervenue sur le marché des devises en achetant des euros en novembre 2013, dans le but de dévaluer la couronne par rapport à l'euro. Depuis lors, la Banque centrale a affirmé à plusieurs reprises qu'elle interviendrait automatiquement afin de maintenir le taux de change autour d'un niveau plafond de 27 couronnes par euro, au moins jusqu'en 2017. L'inflation devrait rester faible en 2016, avec un taux de 0,6 %, mais passer au-dessus de la barre des 2 % en 2017, en raison de la hausse des salaires et de la diminution des répercussions de la baisse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie.

### Balance fiscale (% du PIB)



Depuis 2013, le déficit budgétaire est resté en deçà de ce seuil et la tendance devrait se poursuivre en 2016 (0,6 % du PIB) et en 2017 (0,9 % du PIB). Avec un taux de 41 % du PIB, la dette publique est faible comparée aux autres pays de la région. L'amélioration des finances publiques laisse penser que la République Tchèque n'aurait aucun mal à respecter les critères d'adhésion à la zone euro. Cependant, l'entrée dans la zone euro demeure un sujet de controverse parmi les responsables politiques tchèques.

Le compte courant est stable et devrait atteindre un excédent de 0,8 % du PIB en 2016, suivi par un déficit de 0,2 % du PIB en 2017, étant donné que le marché intérieur dynamique fera progresser le niveau des importations.

**La forte dépendance aux exportations constitue un facteur de risque potentiel.**

Malgré les perspectives générales positives pour l'économie tchèque, les risques de récession persistent, notamment en raison de la fragilité de la reprise économique dans la zone euro. Avec 75 % de part des exportations dans le PIB, la République Tchèque affiche l'un des taux les plus élevés de l'UE, ce qui rend le pays particulièrement vulnérable aux pertes du commerce extérieur.

# Russie

## Principales sources d'importation (2015, % du total)

Chine :	19,2 %
Allemagne :	11,2 %
USA :	6,4 %
Biélorussie :	4,8 %
Italie :	4,6 %

## Principaux marchés d'exportation (2015, % du total)

Pays-Bas :	11,9 %
Chine :	8,3 %
Allemagne :	7,4 %
Italie :	6,5 %
Turquie :	5,6 %

## Indicateurs clés

	2013	2014	2015	2016*	2017*
PIB réel (différence en % d'une année à l'autre)	1,3	0,6	-3,7	-1,8	0,3
Indice des prix à la consommation (différence en % d'une année à l'autre)	6,8	7,8	15,5	7,1	5,6
Consommation privée réelle (différence en % d'une année à l'autre)	4,4	1,5	-9,4	-5,3	1,6
Ventes au détail (différence en % d'une année à l'autre)	3,7	3,1	-9,3	-2,2	2,6
Production industrielle (différence en % d'une année à l'autre)	0,4	1,7	-3,3	-1,3	1,5
Taux de chômage (%)	5,5	5,2	5,6	5,8	5,8
Investissements fixes réels (différence en % d'une année à l'autre)	1,3	-2,0	-7,7	-8,7	0,0
Exportations de marchandises et de services non compris les revenus des facteurs (différence en % d'une année à l'autre)	4,5	0,7	3,5	-1,9	2,7
Compte courant/PIB (%)	0,1	-1,3	5,2	1,3	0,2
Balance fiscale (% du PIB)	-1,2	-0,9	-3,9	-4,8	-5,4

\* prévisions Source : IHS

## Perspectives de performance des industries russes

Septembre 2016



**Excellentes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est excellente / la performance des entreprises dans le secteur est excellente par rapport à sa tendance à long terme.



**Bonnes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est bonne / la performance des entreprises dans le secteur est meilleure que la tendance à long terme.



**Correctes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est correcte / la performance des entreprises dans le secteur est stable.



**Mauvaises :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est dégradée / la performance des entreprises dans le secteur est plus mauvaise que la tendance à long terme.



**Très mauvaises :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est très mauvaise / la performance des entreprises dans le secteur est très mauvaise par rapport à sa tendance à long terme.

Agriculture	Automobile/ Transport	Chimie/Pharma	Construction	Matériaux de construction
				
Biens de consommation durables	Electronique/TIC	Services financiers	Alimentation	Machines/ Ingénierie
				
Métaux	Papier	Services	Acier	Textile
				

## Situation politique

**Chef d'État :**

Président Vladimir Poutine  
(depuis mai 2012)

**Chef de gouvernement :**

Premier Ministre Dmitri Medvedev  
(depuis mai 2012)

**Forme de gouvernement :**

gouvernement formé par le parti  
Russie unie et des technocrates  
apolitiques

**Population :**

144,1 millions

**Politique nationale : stabilité continue - mais au détriment de la démocratie**

La popularité du président Poutine a considérablement augmenté depuis le début de la crise en Ukraine et l'annexion de la Crimée, et sa cote de confiance reste élevée, malgré la récession économique actuelle. Le sentiment nationaliste progresse en raison d'une propagande agressive menée par le biais des médias contrôlés par l'État. Il s'avère essentiel de jouer la carte nationaliste, notamment dans les relations de la Russie avec l'UE et les États-Unis, pour maintenir cette cote de confiance.

L'opposition est marginalisée par un durcissement de l'autoritarisme : les radicaux ont reçu l'autorisation d'attaquer les libéraux et de poursuivre la répression à l'encontre des médias indépendants et des organisations non gouvernementales. Les prochaines élections parlementaires en septembre 2016 seront étroitement contrôlées et maintiendront très probablement le gouvernement actuel au pouvoir.

**Détérioration des relations avec l'UE et les États-Unis**

Depuis le début de la crise en Ukraine début 2014, les relations entre la Russie, d'une part, et l'UE et les États-Unis, d'autre part, n'ont cessé de se détériorer. L'intervention de la Russie dans la guerre civile en Syrie a ajouté un nouveau conflit aux relations déjà tendues.

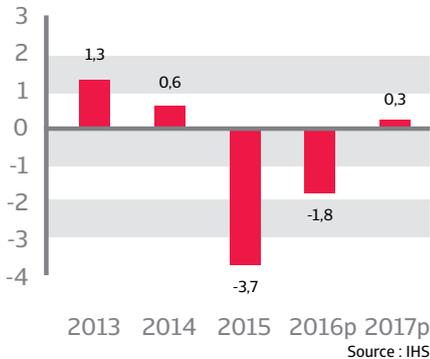
L'annexion de la Crimée en mars et le soutien tacite de Moscou aux forces séparatistes dans l'Est de l'Ukraine ont déclenché plusieurs séries de sanctions de la part de l'UE et des États-Unis, essentiellement sous la forme d'un gel des avoirs, d'une interdiction de voyager pour certains individus russes et criméens, de restrictions au financement sur le long terme limitant l'accès aux marchés boursiers européens et américains pour les principales banques russes et pour certaines entreprises pétrolières ou de défense.

Les restrictions incluent certains types de produits exportés vers la Russie, et notamment des technologies à double usage et des équipements de pointe pour l'industrie pétrolière. La Russie a imposé des mesures de rétorsion sur les importations de produits alimentaires et agricoles en provenance de l'UE, des États-Unis, de l'Australie, du Canada et de la Norvège.

Les sanctions européennes et américaines peuvent avoir des répercussions considérables sur l'économie russe à plus long terme. Elles influenceront en particulier la capacité de refinancement des principales entreprises et banques nationales.

## Situation économique

### Croissance réelle du PIB (différence en % d'une année à l'autre)

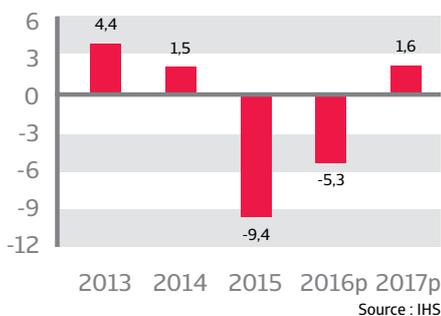


L'économie russe s'est contractée de 3,7 % en 2015, en raison de la persistance des faibles prix du pétrole, qui a continué de nuire aux revenus des exportations. Les investissements ainsi que la consommation privée ont enregistré de fortes baisses de, respectivement, de 9,4 % et 7,7 %. Seules les exportations nettes ont eu un effet positif sur le PIB, étant donné que les importations ont subi un net recul (moins 28 % d'une année à l'autre) en raison de la contraction de la demande nationale.

L'inflation des prix à la consommation est passée à plus de 15 %, ce qui est en partie dû aux sanctions actuelles imposées par la Russie sur les importations européennes. Ces éléments, associés à la dépréciation du rouble, ont eu un impact négatif sur la consommation privée. Toutefois, le chômage ne devrait progresser que modérément en 2016, étant donné que l'État russe soutient les entreprises et les contrôle si nécessaire. Pour faire face à la baisse de la demande, les entreprises préfèrent souvent imposer tout simplement des réductions de salaire plutôt que de réaliser des licenciements massifs. Ceci dans le but d'éviter d'éventuels troubles sociaux.

Le repli économique devrait se poursuivre en 2016, car les prix du pétrole devraient rester faibles. On prévoit un recul du PIB de 1,8 % en 2016 : les investissements et la consommation des ménages devraient continuer à reculer et l'inflation devrait rester élevée. Un rebond très modéré de 0,3 % du PIB n'est pas attendu avant 2017.

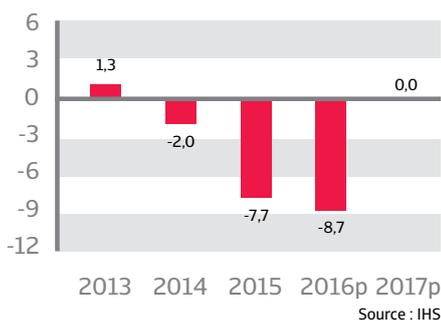
### Consommation privée réelle (différence en % d'une année à l'autre)



### La dette extérieure des entreprises continue de poser problème

En termes d'exportations, la dette extérieure des entreprises russes compte parmi les plus élevées des économies émergentes. Cette situation est aggravée par les taux d'intérêt élevés, la pression sur les flux de capitaux et le rouble, mais aussi par les sanctions internationales qui nuisent fortement au (re)financement étranger. Par conséquent, malgré les caisses relativement bien garnies de l'État russe, la dette extérieure des entreprises russes constitue un problème à sur-veiller de près. Les entreprises russes actives dans le secteur de la construction et de l'immobilier, qui génèrent des revenus libellés essentiellement en roubles, mais qui dépendent de financements en devises étrangères, ainsi que les entreprises du secteur des transports (en particulier les compagnies aériennes et les constructeurs automobiles) sont les plus vulnérables.

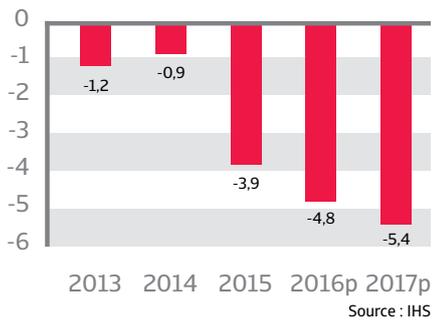
### Consommation privée réelle (différence en % d'une année à l'autre)



La politique économique russe à court terme pendant la récession actuelle est relativement prudente. Malgré une dette publique très basse à 13 % du PIB et la pression exercée sur le budget par les faibles prix du pétrole, le déficit public est maintenu dans des limites acceptables.

La banque centrale mène une politique monétaire austère afin de lutter contre l'inflation et les perspectives d'inflation, en maintenant des taux d'intérêt relativement élevés à plus de 10 % ; cette politique pourrait être assouplie avec la baisse de l'inflation résultant de la montée progressive des prix du pétrole. En parallèle, la banque centrale autorise le flottement du rouble. Cette mesure a une incidence sur l'inflation si la devise se déprécie, mais permet également d'amortir les chocs pour le compte courant, qui devrait rester excédentaire en 2016 et en 2017. En parallèle, les réserves internationales relativement importantes de la Russie diminuent à peine, car la fuite des capitaux est contenue.

### Balance fiscale (% du PIB)



### Des faiblesses structurelles majeures persistent

Néanmoins, les perspectives à long terme d'une progression durable de la croissance restent en demi-teinte. Le climat commercial russe est mis à mal par l'incertitude concernant les droits de propriété, une faible infrastructure de transport et une absence de concurrence sur les marchés des biens et des services. Les autorités n'ont pas su profiter des années favorables pour renforcer la structure économique russe et améliorer son potentiel non pétrolier en investissant prudemment les revenus élevés du pétrole dans d'autres industries, afin de diversifier l'économie qui reste en grande partie axée sur le secteur pétrolier et gazier.

Les investissements, absolument nécessaires pour moderniser le secteur énergétique et contribuer à la diversification de l'économie, sont découragés. Même avant le début de la crise ukrainienne, le niveau d'investissement était trop faible et les investissements directs étrangers trop restreints, en partie en raison d'un climat commercial hostile et du contrôle ferme exercé par l'État sur de larges pans de l'économie. La situation est aujourd'hui aggravée par les sanctions internationales imposées par l'UE et les États-Unis dans le but d'éviter les transferts de technologie et le financement des entreprises russes, notamment dans les secteurs énergétique et militaires.

# Slovaquie

## Principales sources d'importation (2015, % du total)

Allemagne :	20,5 %
République Tchèque :	18,4 %
Autriche :	9,7 %
Hongrie :	6,7 %
Pologne :	6,6 %

## Principaux marchés d'exportation (2015, % du total)

Allemagne :	22,7 %
République Tchèque :	12,5 %
Pologne :	8,5 %
Autriche :	5,7 %
Hongrie :	5,7 %

## Indicateurs clés

	2013	2014	2015	2016*	2017*
PIB réel (différence en % d'une année à l'autre)	1,4	2,5	3,6	3,2	3,3
Indice des prix à la consommation (différence en % d'une année à l'autre)	1,5	-0,1	-0,3	0,0	2,2
Consommation privée réelle (différence en % d'une année à l'autre)	-0,8	2,3	2,4	3,0	3,0
Ventes au détail (différence en % d'une année à l'autre)	0,4	3,5	1,7	2,5	2,6
Production industrielle (différence en % d'une année à l'autre)	3,9	8,6	7,0	5,0	5,1
Taux de chômage (%)	14,2	13,2	11,5	10,1	8,8
Investissements fixes réels (différence en % d'une année à l'autre)	-1,1	3,5	14,0	3,2	4,4
Exportations de marchandises et de services non compris les revenus des facteurs (différence en % d'une année à l'autre)	6,2	3,6	7,0	3,3	3,5
Compte courant/PIB (%)	2,3	0,1	-1,3	-1,4	0,1
Balance fiscale (% du PIB)	-2,7	-2,7	-2,9	-1,9	-1,5

\* prévisions Source : IHS

## Perspectives de performance des industries slovaques

Septembre 2016



**Excellentes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est excellente / la performance des entreprises dans le secteur est excellente par rapport à sa tendance à long terme.



**Bonnes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est bonne / la performance des entreprises dans le secteur est meilleure que la tendance à long terme.



**Correctes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est correcte / la performance des entreprises dans le secteur est stable.



**Mauvaises :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est dégradée / la performance des entreprises dans le secteur est plus mauvaise que la tendance à long terme.



**Très mauvaises :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est très mauvaise / la performance des entreprises dans le secteur est très mauvaise par rapport à sa tendance à long terme.

Agriculture	Automobile/ Transport	Chimie/Pharma	Construction	Matériaux de construction
				
Biens de consommation durables	Electronique/TIC	Services financiers	Alimentation	Machines/ Ingénierie
				
Métaux	Papier	Services	Acier	Textile
				

## Situation politique

**Chef d'État :**  
 Président Andrej Kiska  
 (depuis juin 2014)

**Chef de gouvernement :**  
 Premier ministre Robert Fico  
 (depuis avril 2012)

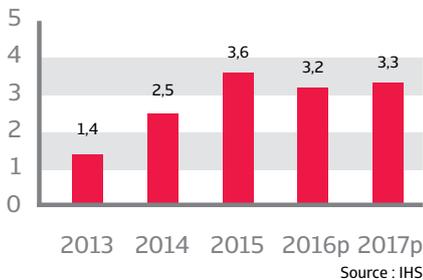
**Population :**  
 5,4 millions

### Le parti au pouvoir a perdu sa majorité absolue lors des élections de mars 2016

Lors des élections générales de mars 2016, qui ont en grande partie porté sur la crise européenne des migrants, le parti social-démocrate au pouvoir, Smer-SD, a perdu plus de 15 % des sièges au Parlement et sa majorité absolue, essentiellement au profit des partis nationalistes et de droite. Malgré ce camouflet, le Smer-SD reste le principal parti au Parlement et a formé un gouvernement de coalition avec le parti nationaliste SNS, les conservateurs libéraux de Most-Híd et le parti de centre droit Siet' (réseau).

## Situation économique

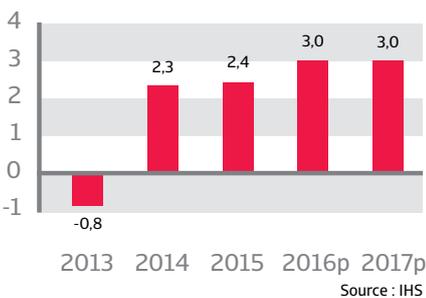
### Croissance réelle du PIB (différence en % d'une année à l'autre)



L'économie slovaque a progressé de 3,6 % en 2015, grâce aux dépenses des consommateurs, aux investissements des entreprises et aux dépenses publiques. La croissance devrait rester supérieure à 3 % en 2016 et en 2017 (3,2 % et 3,3 % respectivement), en raison de la bonne tenue de la demande nationale et des exportations vers la zone euro.

La consommation privée devrait continuer à être l'un des principaux moteurs de la croissance économique. Le marché du travail montre des signes de forte amélioration, avec un taux de chômage qui devrait passer de 14,2 % en 2013 à 10,1 % en 2016 et 8,8 % en 2017, essentiellement en raison de l'amélioration des conditions économiques domestiques.

### Consommation privée réelle (différence en % d'une année à l'autre)



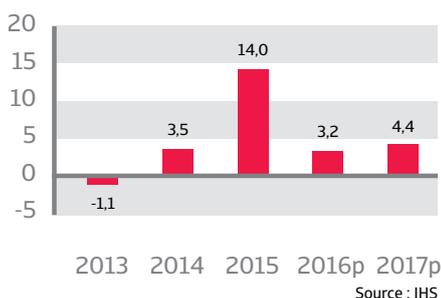
Les finances publiques sont stables, avec un déficit budgétaire sous la barre des 3 % du PIB depuis 2013. Le déficit budgétaire devrait diminuer pour atteindre 1,9 % en 2016 et 1,5 % en 2017. Les rendements des emprunts publics à long terme ont enregistré une baisse rapide au cours des quatre dernières années, ce qui réduit la charge du service de la dette pour le gouvernement.

La position économique extérieure de la Slovaquie est solide. Les exportations et les importations sont bien équilibrées et progressent. Le déficit du compte courant devrait légèrement augmenter en 2016, mais un excédent est attendu en 2017. En parallèle, le niveau de dette étrangère de la Slovaquie est faible.

### Forte dépendance par rapport aux exportations (automobiles)

Étant donné que l'économie slovaque dépend en grande partie des exportations industrielles (notamment du secteur de l'automobile) vers la zone euro et l'Allemagne en particulier, elle reste très vulnérable aux ralentissements de l'activité dans la zone euro et/ou aux évolutions défavorables dans le secteur automobile (comme le scandale des émissions truquées chez Volkswagen).

### Investissements fixes réels (différence en % d'une année à l'autre)



# Turquie

## Principales sources d'importation (2015, % du total)

Chine :	12,0 %
Allemagne :	10,3 %
Russie :	9,9 %
USA :	5,4 %
Italie :	5,1 %

## Principaux marchés d'exportation (2015, % du total)

Allemagne :	9,3 %
Royaume-Uni :	7,3 %
Irak :	6,0 %
Italie :	4,8 %
France :	4,5 %

### Indicateurs clés

	2013	2014	2015	2016*	2017*
PIB réel (différence en % d'une année à l'autre)	4,1	3,0	3,9	3,0	3,3
Indice des prix à la consommation (différence en % d'une année à l'autre)	7,5	8,9	7,7	7,3	7,0
Consommation privée réelle (différence en % d'une année à l'autre)	5,1	1,5	4,5	4,0	2,7
Production industrielle (différence en % d'une année à l'autre)	3,0	3,7	3,2	3,7	2,8
Taux de chômage (%)	9,0	10,0	10,3	10,2	11,1
Investissements fixes réels (différence en % d'une année à l'autre)	4,2	-1,3	3,5	-2,7	2,5
Exportations de marchandises et de services non compris les revenus des facteurs (différence en % d'une année à l'autre)	-0,1	7,4	-0,9	1,7	2,0
Compte courant/PIB (%)	-7,9	-5,7	-4,5	-5,0	-5,2
Balance fiscale (% du PIB)	-1,5	-1,0	-1,2	-2,5	-2,4

\* prévisions Source : IHS

## Perspectives de performance des industries turques

Septembre 2016



**Excellentes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est excellente / la performance des entreprises dans le secteur est excellente par rapport à sa tendance à long terme.



**Bonnes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est bonne / la performance des entreprises dans le secteur est meilleure que la tendance à long terme.



**Correctes :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est correcte / la performance des entreprises dans le secteur est stable.



**Mauvaises :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est dégradée / la performance des entreprises dans le secteur est plus mauvaise que la tendance à long terme.



**Très mauvaises :**  
La situation du risque de crédit dans le secteur est très mauvaise / la performance des entreprises dans le secteur est très mauvaise par rapport à sa tendance à long terme.

Agriculture	Automobile/Transport	Chimie/Pharma	Construction	Matériaux de construction
Biens de consommation durables	Electronique/TIC	Services financiers	Alimentation	Machines/Ingénierie
Métaux	Papier	Services	Acier	Textile

## Situation politique

### **Chef d'État :**

Président Recep Tayyip Erdogan  
(depuis août 2014)

### **Chef de gouvernement :**

Premier ministre Binali Yildirim  
(depuis mai 2016)

### **Nature du régime :**

démocratie parlementaire républicaine et État laïc. L'influence politique des forces armées a été limitée.

### **Population :**

77,7 millions

### **Une purge massive en cours après le coup d'État manqué**

Après le coup d'État avorté du 15 juillet 2016, le gouvernement turc a déclaré l'état d'urgence et lancé une vague de répression massive visant à purger la fonction publique des fonctionnaires soupçonnés d'être liés au coup d'État et à Fethullah Gülen, un prédicateur musulman exilé aux États-Unis. Plus de 20 000 militaires, policiers, juges, magistrats et fonctionnaires ont été emprisonnés, environ 60 000 fonctionnaires ont été suspendus.

De nombreux organes de presse ont également été fermés et des journalistes ont été arrêtés. Entre-temps, le président Erdogan a élargi la purge aux entreprises turques suspectées d'entretenir des liens avec le mouvement de Gülen.

Déjà avant le coup d'État manqué de juillet 2016, un nombre croissant de mesures prises par le gouvernement pour limiter l'indépendance du pouvoir judiciaire et l'interférence politique dans les médias avaient éveillé l'inquiétude en Turquie et au sein de la communauté internationale. Ces inquiétudes ont grandi, en particulier aux États-Unis et au sein de l'UE, et les relations que la Turquie entretient avec ces deux entités ne cessent de se détériorer depuis le coup d'État avorté.

### **Le durcissement du conflit dans la région a une incidence sur la sécurité turque**

Les risques géopolitiques ont considérablement augmenté depuis 2014. La partie au sud-est du pays est touchée par un afflux massif de réfugiés syriens et par les combats proches de la frontière. Cette région est également gravement touchée par la recrudescence des combats entre les forces turques et le parti des travailleurs du Kurdistan (PKK), après la suspension du cessez-le-feu par le gouvernement et l'arrêt des négociations de paix informelles avec le PKK. En parallèle, plusieurs attentats suicides à la bombe perpétrés par l'EI ont touché plusieurs villes, dont Istanbul et son aéroport principal.

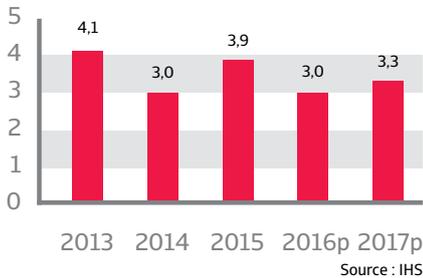
Compte tenu des risques politiques accrus dus à la situation politique interne perturbée, à la nouvelle escalade du conflit avec le PKK, aux attentats terroristes et au regain de tension dans les relations avec l'UE et les États-Unis, on ne peut exclure des répercussions économiques à moyen et à long terme, notamment une diminution des investissements étrangers et des dépenses des ménages. Ces éléments pourraient nuire à la croissance économique, à la stabilité du taux de change, aux possibilités de financement externe, au refinancement et au nombre de faillites.

La Turquie a fait d'importants progrès économiques au cours des dix dernières années. Grâce à la stabilité politique engendrée par l'arrivée au pouvoir de l'AKP en 2002, le pays a enregistré une hausse du PIB supérieure à la moyenne européenne, alors que les revenus réels par habitant ont sensiblement augmenté. Une population en forte augmentation comptant plus de 75 millions d'habitants et la prospérité croissante ont fait de la Turquie l'un des marchés émergents les plus en vue.

Cependant, depuis 2013, les faiblesses économiques structurelles de la Turquie refont surface : et parmi elles une inflation obstinément élevée, des besoins de financement externe brut importants, une forte dépendance par rapport aux entrées de capitaux fluctuants sous forme de portefeuille ainsi qu'une liquidité internationale faible et une devise volatile – à quoi s'ajoutent aujourd'hui des risques politiques en soudaine augmentation.

## Situation économique

### Croissance réelle du PIB (différence en % d'une année à l'autre)

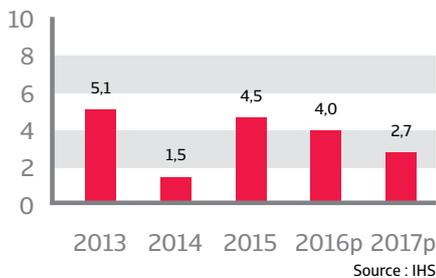


### Un ralentissement de la croissance est attendu pour 2016 et 2017

En 2016 et en 2017, la croissance du PIB turc devrait passer sous la barre des 3 % en raison de la baisse de la consommation privée et du recul des investissements. La détérioration de la situation interne en matière de sécurité renforce les craintes relatives à l'indépendance de la banque centrale, dissuade les entreprises et nuit au sentiment des investisseurs, ce qui entraîne des retards dans la prise de nouvelles décisions d'investissement. Le tourisme est fortement touché par les questions de sécurité intérieure.

Grande importatrice de pétrole, l'économie turque devrait bénéficier de la baisse des prix du pétrole, ce qui devrait contribuer à stimuler la demande privée, réduire l'inflation et limiter le déficit durablement élevé de son compte courant - conséquence du faible niveau d'épargne et des forts investissements.

### Consommation privée réelle (différence en % d'une année à l'autre)

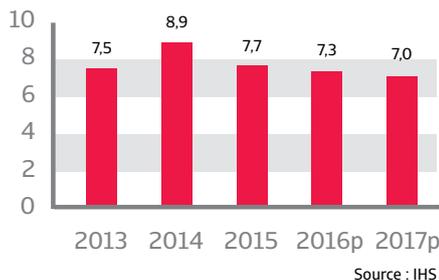


Toutefois, l'inflation devrait rester élevée en 2016 et en 2017, à environ 7 %, soit un taux bien supérieur à l'objectif officiel à moyen terme de 5 %, étant donné que la forte dépréciation de la livre (environ 20 % par rapport à l'USD en 2015) a compensé les effets déflationnistes des faibles prix du pétrole.

### La forte dépendance par rapport aux entrées de capitaux constitue un risque majeur

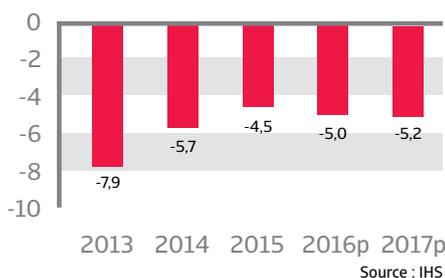
Le déficit du compte courant devrait rester au-dessus de la barre des 5 % du PIB en 2016 et en 2017, notamment en raison de la baisse du tourisme. Une hausse de la dette étrangère et d'importantes importations de capital (investissements directs étrangers et capitaux en portefeuille) sont nécessaires pour couvrir les déficits du compte courant. Cependant, étant donné que la majeure partie de ces déficits est financée par des entrées de capitaux à court terme volatiles et des placements de portefeuille sensibles, l'économie est très vulnérable à toute secousse négative sur les marchés financiers, ce qui pourrait déclencher un retrait massif de capitaux et mener à d'autres fluctuations du taux de change de la livre. Les éléments déclencheurs de telles évolutions ne sont pas seulement externes, mais également internes, et liés en particulier à la situation relative à la sécurité et aux inquiétudes sur la crédibilité de la politique monétaire. La dette étrangère de la Turquie a fortement progressé ces dernières années, passant de 38 % au PIB en 2008 à 56 % fin 2015, dont plus de 90 % libellés en devises étrangères.

### Prix à la consommation (% du PIB)



Toutefois, la capacité d'absorption des chocs est sous-tendue par des finances publiques saines, un système bancaire en bonne santé et un bon accès aux marchés financiers internationaux.

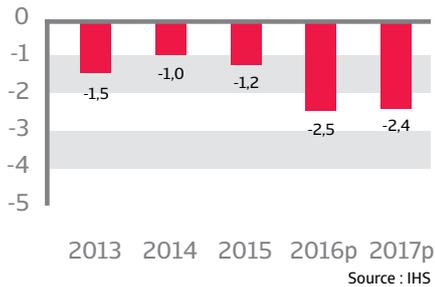
### Compte courant (% du PIB)



### Risque financier accru pour le secteur des entreprises

La progression de la dette des entreprises en Turquie a nettement dépassé la croissance économique en 2015. Le rapport dette des entreprises/PIB a donc plus que doublé, atteignant 57 % au quatrième trimestre 2015. Bien que le niveau soit toujours modéré, la structure de la dette est préoccupante, car elle est financée de manière externe à plus d'un tiers. Les entreprises turques, et en particulier le secteur de l'énergie, empruntent fortement en devises étrangères auprès des banques locales, ce qui reflète la dollarisation relativement forte du système bancaire turc. L'exposition des entreprises turques au risque de devise étrangère est donc plus grande que les chiffres de la dette externe ne le laissent penser. Les secteurs les plus vulnérables en Turquie sont l'énergie, les matériaux de construction, l'acier, les transports (compagnies aériennes) et l'industrie

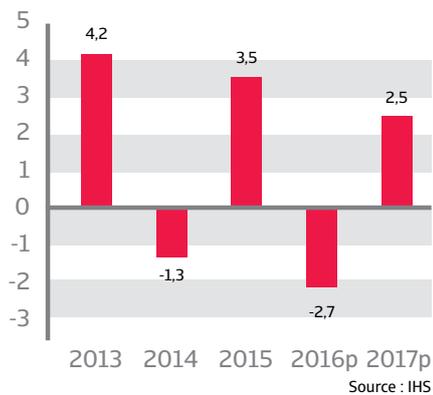
### Balance fiscale (% du PIB)



chimique. Les entreprises de plus petite taille générant des revenus essentiellement en devise locale insuffisamment protégés, sont les plus menacées.

Jusqu'à présent, les entreprises turques bénéficient d'un bon accès aux marchés de capitaux internationaux, avec des taux de refinancement de la dette externe des entreprises qui se maintiennent au-dessus de 100 % et des échéances lointaines. La banque centrale turque a en outre récemment pris des mesures visant à réduire la dollarisation des prêts nationaux et les entreprises turques ont amélioré la structure de leurs échéances.

### Investissements fixes réels (différence en % d'une année à l'autre)



### Persistance des contraintes structurelles pour la hausse de la croissance à long terme

La capacité de gain à venir de l'économie turque est restreinte par les déséquilibres macroéconomiques liés à la forte croissance du crédit, la forte inflation et un déficit externe important, conjugués à des problèmes structurels liés au faible taux d'épargne et à des problèmes de compétitivité, ce qui limite l'afflux des IDE.

Le climat d'investissement est également mis à mal par la faiblesse du système judiciaire et le manque de flexibilité du marché du travail. Les mesures de privatisation des banques publiques et du secteur électrique tardent également à être mises en place. Sans réformes structurelles visant à accroître les taux d'épargne, réduire la dépendance par rapport aux importations énergétiques et améliorer le climat d'investissement, le taux de croissance potentiel de la Turquie diminuera et passer à 3 %-3,5 % par an. Aucune réforme structurelle n'est cependant attendue dans la situation politique actuelle.

Si cette étude vous a intéressé, vous pouvez visiter notre site internet [www.atradius.fr](http://www.atradius.fr), vous y retrouverez toutes nos publications Atradius consacrées à l'économie mondiale, aux rapports pays, aux analyses sectorielles, aux conseils en credit management et des études sur les pratiques commerciales.

### Suivez Atradius dans les médias sociaux



@atradiusfr



atradiusfr



atradius-france

### Clause de non-responsabilité

Ce rapport est fourni uniquement à des fins d'information et n'est pas conçu comme recommandation visant des transactions particulières, des investissements ou autres stratégies quelconques à l'intention des lecteurs. Ces derniers doivent à cet égard prendre leurs propres décisions de manière indépendante, qu'elles soient de nature commerciale ou autre. Si nous avons veillé soigneusement à nous assurer que les informations contenues dans le présent rapport ont été obtenues de sources fiables, Atradius n'est toutefois pas responsable d'éventuelles erreurs ou omissions, ou des résultats obtenus par l'utilisation de ces informations. Tous les renseignements contenus dans le présent rapport sont donnés „tels quels“, sans garantie quant à leur exhaustivité, leur précision, leur degré d'actualité ou les résultats obtenus à partir de leur utilisation, et sans garantie d'aucune sorte, expresse ou implicite. En aucun cas, Atradius, ses partenaires ou sociétés apparentées, agents ou employés, ne pourront être tenus responsables envers les lecteurs ou toute autre personne pour toute décision ou mesure prise sur la foi des informations contenues dans ce rapport, ou pour tous dommages indirects, particuliers ou similaires, même si ces personnes ont été avisées de l'éventualité de tels préjudices.

Copyright Atradius N.V. 2016

Atradius Credit Insurance N.V.  
44 avenue Georges Pompidou  
92596 Levallois Perret

[info.fr@atradius.com](mailto:info.fr@atradius.com)  
[www.atradius.fr](http://www.atradius.fr)