



L'environnement mondial de l'Europe

Etats-Unis

Conformément à nos analyses antérieures, la reprise de l'activité depuis le creux de 2001 s'est opérée jusqu'ici de façon heurtée, à un rythme moyen inférieur à la tendance longue passée (3 % l'an de 1973 à 2002). Cette dernière observation est fondamentale car elle pose la question de la croissance potentielle à venir.

Techniquement, et les gains rapides de productivité de la main d'œuvre constatés depuis plus d'un an l'attestent, la frontière de production apparaît s'être déplacée vers le haut. Mais dans la mesure où la croissance de ces dernières années s'est faite de façon de plus en plus déséquilibrée, non pas au niveau de l'inflation mais au niveau de l'endettement des agents privés, il apparaît que cette croissance potentielle n'est en réalité pas soutenable. Le besoin de réduire l'endettement des agents privés, la nécessité d'arrêter l'hémorragie des comptes extérieurs et de rééquilibrer ces derniers vont brider l'activité pendant plusieurs

années, empêchant celle-ci de se développer au rythme que le permettrait le potentiel technique.

Maintien de notre scénario avec révision en baisse

En dépit des incertitudes géopolitiques, que l'intervention militaire en Irak ne lève intégralement et de la persistance des effets déflationnistes consécutifs au recul des marchés d'actions, nous continuons de parier sur la poursuite d'une croissance volatile se déroulant à un rythme moyen inférieur au rythme ten-

| Etats-Unis | | | | |
|---------------------------------------|------|------|------|------|
| (variations en %) | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
| PIB | 0,3 | 2,4 | 2,2 | 2,4 |
| Demande interne stocks compris | 0,2 | 2,9 | 2,7 | 2,6 |
| Demande interne hors stocks | 1,5 | 2,2 | 2,4 | 2,5 |
| Consommation privée | 2,5 | 3,1 | 2,2 | 2,2 |
| Dépenses publiques | 3,7 | 4,4 | 2,7 | 2,0 |
| FBCF totale | -4,0 | -3,5 | 2,7 | 4,1 |
| Exportations de biens et services | -5,4 | -1,5 | 3,5 | 7,5 |
| Importations de biens et services | -2,9 | 3,7 | 6,7 | 6,9 |
| Prix de détail | 2,8 | 1,6 | 2,1 | 1,9 |
| Gains horaires* | 4,0 | 3,2 | 2,8 | 2,6 |
| Taux de chômage en %** | 4,8 | 5,8 | 6,0 | 6,2 |
| Solde des comptes publics en % du PIB | -0,5 | -3,3 | -4,0 | -4,3 |
| Balance courante en % du PIB | -3,9 | -4,9 | -5,6 | -5,4 |

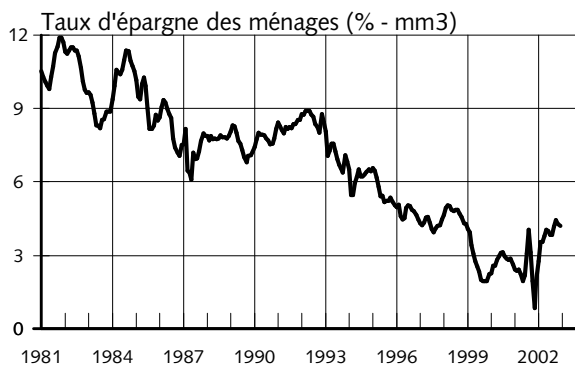
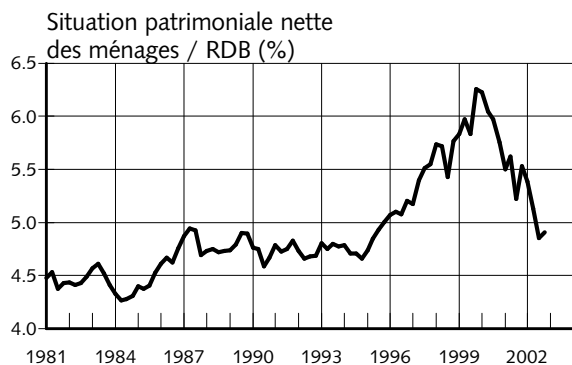
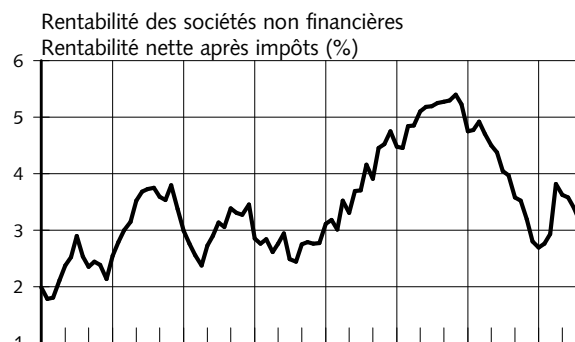
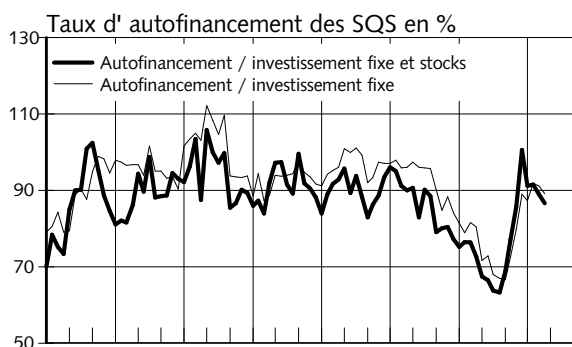


dancier passé. Les effets stimulants pour l'activité venant de la baisse des taux d'intérêt et du creusement du déficit public, via essentiellement de nouvelles baisses d'impôts, devraient continuer de l'emporter sur les effets dépressifs liés à la baisse boursière et aux efforts de désendettement des entreprises. En moyenne annuelle, la croissance du PIB ressortirait à 2,2 % cette année (contre 2,4 % en 2002) et à 2,4 % l'an prochain. Ces chiffres, notamment celui pour 2004, sont nettement en dessous du consensus des prévisionnistes américains, respectivement 2,6 % et 3,6 %.

Dans ce schéma l'inflation resterait modérée. Après une pointe en 2003 à 2,1 % en moyenne annuelle, la hausse des prix à la consommation res-

sortirait à 1,9 % en 2004, bénéficiant du reflux des prix du pétrole. Aussi, les taux directeurs de la Fed ne remonteraient-ils que lentement à compter de la fin 2003, entraînant avec eux un relèvement des taux longs sur emprunts d'Etat. Ceux-ci rejoindraient graduellement la ligne des 5 % en 2004. Le déficit des comptes extérieurs continuerait de se creuser au premier semestre 2003. Avec le recul des prix du pétrole, il se réduirait légèrement dès le second semestre de cette année pour se stabiliser au-delà vers les 5,5 % du PIB grâce aux effets positifs attendus sur les exportations de la baisse du dollar. Enfin, sur le marché du travail, les créations d'emplois ne suffiraient pas à éviter une montée du taux de chômage jusqu'à 6,2 % au début

Etats-Unis : compte d'agents



© REXEC

2004, ce qui contribuerait à maintenir la discipline salariale. Les taux de marge des entreprises remonteraient lentement.

Le redressement des dépenses des entreprises va rester bridé...

Les entreprises américaines ont violemment ajusté à la baisse leurs dépenses en capital. Le point bas de ces dépenses est désormais dépassé mais la remontée va rester bridée. Le ratio « stocks/PIB » en volume s'est stabilisé depuis l'été dernier à 15,4 %. Il a perdu un point par rapport à l'été 2000. Nous parions sur un arrêt de la baisse du ratio, voire une légère remontée en 2004. La contribution des stocks à la croissance devrait être légèrement positive en 2003 et encore en 2004. L'investissement productif exprimé en volume s'est légèrement redressé en fin d'exercice passé : 2,5 % l'an. Le mouvement devrait se poursuivre tout en restant bridé par les contraintes financières.

Techniquement, les besoins d'investissement sont en train de croître à nouveau. Selon la Réserve fédérale, le stock de capital productif dans l'industrie augmente à moins de 1 % par an. C'est pratiquement le même constat que l'on peut faire pour l'ensemble de l'économie. Selon nos propres estimations, le stock de capital productif en volume n'aurait progressé que de 1,3 % entre la fin 2001 et la fin 2002. Il s'avère que la durée de vie moyenne des biens en capital a diminué et les besoins de renouvellement augmentent

... par les contraintes de financement

Mais, selon les « Flows of funds », le taux d'autofinancement des sociétés non financières ne s'est que modérément redressé et est même repassé en dessous de la ligne des 90 % (moyenne observée de 1973 à 2002) en fin d'exercice passé. Dans la mesure où les entreprises ont des difficultés à lever des fonds sur les marchés d'actions et qu'elles souhaitent réduire leur endettement de gré ou de force (les banques continuant de serrer le crédit), on discerne la contrainte qui pèse sur l'investissement productif privé. Cette contrainte ne pourrait s'assouplir qu'avec une accélération des profits des entreprises.

Or, sur ce point, les pressions à la baisse des prix constituent une gêne évidente tandis que les entreprises ont par ailleurs à supporter une augmentation des charges annexes aux salaires pour abonder les fonds de pension de leurs salariés. Au quatrième trimestre 2002, selon le Département du Travail, le ratio « prix/coût salarial unitaire » dans le secteur privé non agricole a encore reculé, suggérant une nouvelle baisse du taux de marge d'exploitation que les éléments disponibles des comptes des sociétés, publiés par le Département du Commerce, laissent entrevoir par ailleurs.

Au total, nous anticipons une avance moyenne de l'investissement productif de 2,6 % cette année, celle-ci s'accélégrant modérément à 5,8 % l'an prochain.

Freinage des dépenses des ménages

Si les dépenses des ménages en construction résidentielle sont jusqu'ici restées vigoureuses, profitant de la baisse des taux hypothécaires, leurs dépenses de consommation montrent des signes d'essoufflement. Nous estimons que l'effet dopant pour le marché immobilier de la baisse des taux hypothécaires est pour l'essentiel dépassé. Cet effet va aller s'estompant et l'investissement en logement des ménages va freiner et pourrait même être corrigé à la baisse dans la deuxième partie de l'exercice en cours.

Du côté des dépenses de consommation, il s'avère que le marché automobile est orienté à la baisse depuis trois ans. Plusieurs fois entravé par la mise en place d'une politique de crédit à taux zéro, ce processus devrait se poursuivre. Le marché est encore haut au regard de ses fondamentaux. Par ailleurs, il apparaît que la consommation de services donne

depuis plusieurs mois des signes d'hésitation.

Dans la mesure où le redémarrage de l'activité n'a pas encore donné lieu à une reprise des créations d'emplois, où les entreprises pèsent sur les salaires directs, où l'envolée des prix du pétrole érode le pouvoir d'achat, où le taux d'épargne – malgré sa remontée au-dessus des 4 % – reste encore bas, la consommation devrait se modérer. Cela apparaît d'autant plus probable que les indices de confiance ont chuté. Nous retenons une tendance à un peu plus de 2 % l'an, soit un rythme encore honorable. L'hypothèse est même plutôt optimiste, justifiée entre autres par la perspective d'une nouvelle baisse des impôts. Nous anticipons la poursuite d'une remontée graduelle et lente vers les 5,7 % en fin 2004 du taux d'épargne des ménages, corollaire d'un reflux de leur taux d'endettement.

Japon

Après avoir progressé de 0,4 % en 2001, le PIB en volume japonais aurait augmenté de 0,3 % en 2002. Au-delà des doutes possibles quant à la robustesse des comptes publiés pour le quatrième trimestre, il apparaît que les exportations ont été le seul véritable moteur de la croissance japonaise en 2002. Ce scénario se prolongerait dans les années à venir, la demande interne restant bridée par les nombreux problèmes structurels auxquels le Japon continue d'être confronté. Aussi, le PIB en volume ne progresserait-il que de 0,9 % en 2003 et de 0,8 % en 2004.

| Japon | | | | |
|---------------------------------------|------|------|------|------|
| (variations en %) | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
| PIB | 0,4 | 0,3 | 0,9 | 0,8 |
| Demande interne stocks compris | 1,1 | -0,3 | 0,5 | 0,3 |
| Demande interne hors stocks | 1,1 | 0,1 | 0,3 | 0,3 |
| Consommation privée | 1,7 | 1,4 | 1,0 | 1,2 |
| Consommation publique | 2,5 | 2,3 | -1,0 | -2,0 |
| FBCF totale | -1,2 | -4,0 | -0,4 | -0,2 |
| Exportations de biens et services | -6,1 | 8,1 | 6,1 | 6,7 |
| Importations de biens et services | 0,1 | 2,0 | 3,1 | 3,4 |
| Prix de détail | -0,7 | -0,9 | -0,3 | -0,5 |
| Gains mensuels (ens. de l'économie) | -0,1 | -2,1 | -1,8 | -0,2 |
| Taux de chômage en % | 5,0 | 5,4 | 5,5 | 5,6 |
| Solde des comptes publics en % du PIB | -7,1 | -8,0 | -8,0 | -8,1 |
| Balance courante en % PIB | 2,1 | 2,8 | 2,9 | 3,4 |

Les bons résultats du quatrième trimestre 2002 sont surprenants...

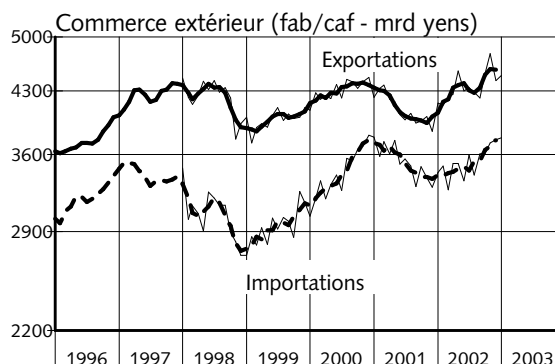
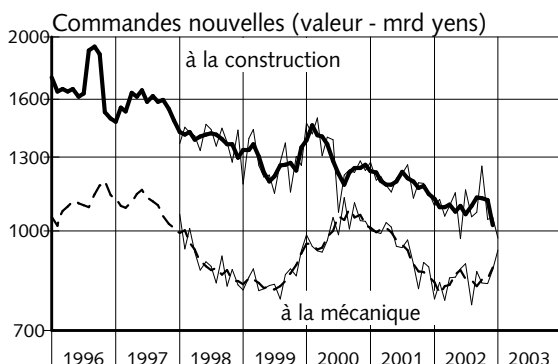
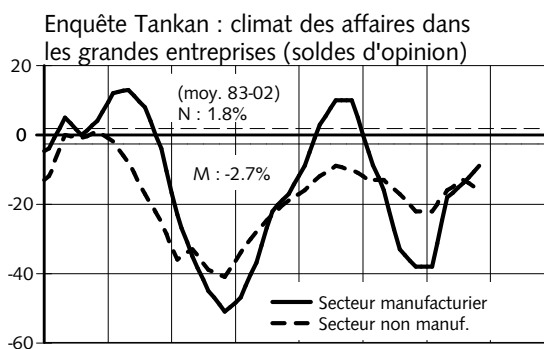
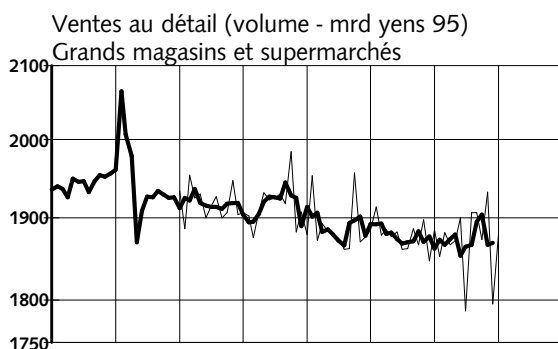
Selon les comptes nationaux, le PIB en volume aurait progressé de 2,2 % l'an au dernier trimestre 2002. Pourtant, la production industrielle a reculé sur la même période de 4 % l'an, après avoir progressé de 9,2 % l'an au troisième trimestre.

D'après les résultats de l'enquête Tankan de décembre dernier, les chefs d'entreprise avaient revu à la baisse leurs investissements fixes entre octobre et décembre 2002, ces derniers reculant de 5,1 % durant l'année fiscale 2002. Aussi, la forte révision à la hausse par les comptes nationaux de l'investissement productif au cours des trois derniers

trimestres de l'année 2002 est elle très surprenante. Sa progression de 10,7 % l'an au quatrième trimestre 2002 est difficilement conciliable avec la lourdeur persistante des commandes s'adressant à la mécanique et au secteur de la construction, d'autant que le taux d'utilisation des capacités de production est également en net repli depuis la mi-2002.

Quant à la consommation des ménages, elle aurait progressé de 0,3 % l'an au quatrième trimestre 2002. Ceci n'est pas tout à fait conforme avec la stagnation des ventes au détail observée à la même période et le recul de 7,8 % l'an des immatriculations de voitures particulières et commerciales. Le rythme de progression de la consommation privée n'est pas

Japon



© REXEC

non plus en cohérence avec la dégradation de la situation sur le marché du travail et le repli de l'indice de confiance des ménages.

De nouveau, on peut douter des chiffres publiés par les comptes nationaux et s'attendre à de fortes révisions à la baisse au cours des prochains mois. D'ailleurs, les opérateurs continuent de réviser à la baisse la croissance de l'activité, au-delà des incertitudes géopolitiques présentes. En effet, alors que les taux longs japonais sont passés en dessous de la ligne des 0,8 %, la Bourse de Tokyo continue de plonger, l'indice Topix a atteint mardi 11 mars son niveau le plus bas depuis juillet 1984.

... et ne se poursuivraient pas au cours de l'année 2003

Selon les résultats de l'enquête Tankan de décembre, les conditions générales d'activité se seraient légèrement détériorées dans tous les secteurs au cours du premier trimestre 2003. Ceci semble se confirmer au vu des derniers indicateurs conjoncturels connus. En effet, même si la production industrielle a progressé en janvier de 1,5 % en glissement mensuel, sa moyenne mobile sur trois mois reste orientée à la baisse.

La consommation privée resterait également très faible, la dégradation de la situation sur le marché du travail se poursuivant. En effet, l'emploi total a encore baissé en janvier de sorte que le taux de chômage renoue à nouveau avec son point haut historique de 5,5 % de la population active. Notre scénario envisage

également la poursuite de la correction à la baisse de l'investissement productif au premier semestre 2003. En effet, même si le taux d'investissement productif est en recul ces dernières années, il reste encore supérieur à ceux des autres pays développés.

... d'autant que de nombreuses incertitudes pèsent sur l'économie

Le PIB en volume augmenterait à nouveau à partir du deuxième semestre 2003, mais à un rythme très faible, en ligne avec une amélioration très progressive de la conjoncture internationale. Les exportations japonaises retrouveraient alors leur dynamisme, progressant de 6,1 % en rythme annuel en 2003 et de 6,7 % en 2004. Mais la demande interne continuerait d'être bridée par les problèmes de créances douteuses et de déflation ainsi que par un endettement public massif.

Pour la quatrième année consécutive, les prix à la consommation ont baissé de 0,9 % en 2002. En janvier dernier, l'indice des prix à la consommation s'est replié de 0,4 % en glissement annuel et l'indice sous-jacent (hors énergie et biens alimentaires) de 0,6 %. Les pressions déflationnistes perdurent donc et même si la hausse du prix du pétrole au premier semestre 2003 pourrait provoquer une très légère hausse des prix à la consommation (+0,1 %), le Japon connaîtrait à nouveau une baisse des prix en moyenne annuelle de l'ordre de 0,3 % en 2003 et de 0,5 % en 2004.

Selon les chiffres publiés début février par la FSA (Financial Services Agency), le montant des créances douteuses détenues par les banques japonaises a légèrement diminué. Il était officiellement estimé à la fin septembre 2002 à 40 000 milliards de yens (soit 8 % du PIB exprimé en valeur) contre 43 000 milliards de yens fin mars 2002. Craignant une recapitalisation publique qui n'est pourtant pas à l'ordre du jour pour le gouvernement, les grandes banques cherchent actuellement à se recapitaliser auprès du marché.

Aux problèmes structurels bridant la demande interne, s'ajoute un dynamisme des exportations qui pourrait être limité par deux facteurs. Tout d'abord, même si nous anticipons une dépréciation du yen contre le dollar au cours de l'année 2004, les exportations japonaises pourraient être freinées par la relative cherté du yen qui s'est même récemment apprécié contre la devise américaine. La baisse du yen sur les marchés, qui serait techniquement justifiée puisque la devise nipponne reste surévaluée, est gênée par un excédent toujours important de la balance courante.

Ensuite, si les exportations japonaises à destination de la Chine se sont accrues de 30 % en 2002, un tel rythme de progression n'est peut-être pas extrapolable dans les années à venir. En effet, la Chine va devoir faire face dans les prochaines années à deux problèmes qui pourraient brider sa croissance, à savoir un taux de chômage massif et un montant important de créances

douteuses détenues par le système bancaire. Même si notre scénario ne retient pas l'hypothèse d'un ralentissement de la croissance chinoise, ceci reste un risque qui doit être souligné, le marché chinois absorbant 10 % des exportations japonaises.

Asie émergente

S'ils affichent pour la plupart d'entre eux des taux de croissance encore satisfaisants, les pays émergents d'Asie n'ont pas échappé au ralentissement de l'économie mondiale. Le volume de l'activité s'est contracté à Singapour au cours du second semestre 2002, a stagné aux Philippines et son avance s'est modérée en Malaisie et à Taiwan. Seul Hong Kong a fait exception à la faveur exclusive d'une demande extérieure, notamment chinoise, vigoureuse. Enfin, la croissance chinoise est demeurée imperturbablement proche de 8 % en 2002.

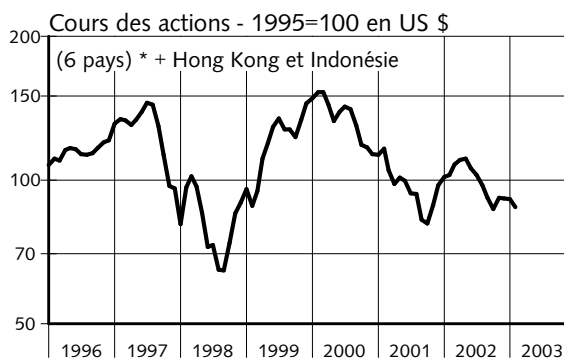
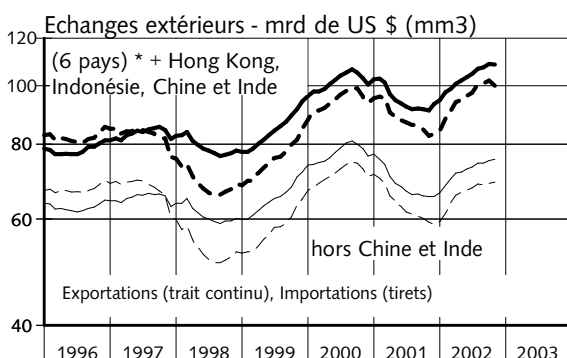
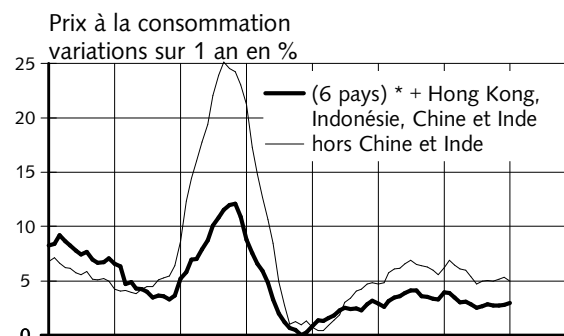
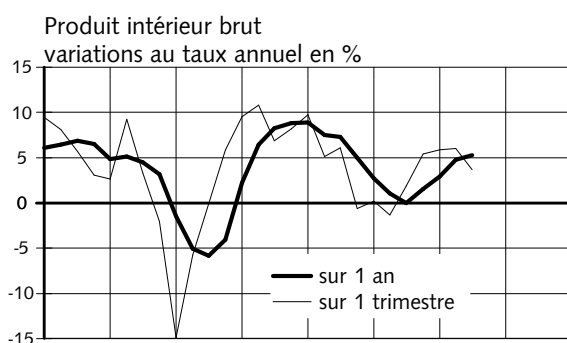
Outre la vigueur des exportations, la bonne tenue des ventes au détail, la progression de l'investissement public et une capacité d'attraction non démentie des Investissements Directs Etrangers (IDE) sont à l'origine d'une performance qui fait apparaître l'économie chinoise comme le dernier îlot de croissance soutenue à l'échelle mondiale. De lourdes inconnues demeurent toutefois quant à la rentabilité à moyen terme des investissements réalisés par les entreprises publiques et quant aux risques qu'ils occasionnent pour un système bancaire national grevé par les créances douteuses. Cette vigueur de l'investissement chinois exerce en outre une puissante force désinflationniste à l'échelle mondiale qui

vient peser sur la compétitivité des économies voisines.

Plus encore, l'attraction par la Chine des flux d'IDE, à hauteur d'environ 52 milliards de dollars en 2002, exerce un effet de « siphonage » à l'encontre des économies voisines. A l'exception de l'Inde et, à un degré moindre, des Philippines et de la Malaisie, toutes les autres économies de la zone ont connu en 2002 des sorties nettes de capitaux. L'inscription de nombre des économies de la zone, en particulier les NPI de la deuxième génération (Malaisie, Thaïlande, Indonésie), sur un sentier de croissance stable et soutenue passe clairement par une nouvelle définition de leur spécialisation internationale à l'ombre du puissant voisin chinois, et face à une probable irruption plus franche de l'Inde dans le commerce mondial.

A plus brève échéance, la zone en son ensemble resterait le principal pôle de croissance de l'économie mondiale malgré un premier semestre encore en ralentissement. Différents indicateurs avancés sont redevenus hésitants alors que les places boursières de la zone n'échappent pas au marasme boursier global. La vigueur de la croissance chinoise ne se démentirait toutefois pas, entraînant avec elle l'expansion du commerce intra-régional dont bénéficie peu ou prou l'ensemble des économies asiatiques. En revanche, l'investissement resterait à nouveau en panne en 2003 dans les économies hors Chine. Il ne relayerait pas le soutien à la croissance qu'insufflent actuellement des politiques monétaires et budgétaires très accommodantes. Ces dernières se sont toutefois rapprochées de leurs limites, en témoignent le creusement spectaculaire

Pays émergents d'Asie (six pays)*



* Corée du Sud, Taïwan, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande.

des déficits publics dans de nombreux pays (Hong Kong, Chine, Inde, Malaisie...) ainsi que les difficultés de certaines banques consécutivement à l'envolée du crédit aux ménages (Corée du Sud).

Les tensions actuelles sur le cours du baril de pétrole risquent également de peser sur la croissance de la zone où plusieurs économies demeurent largement dépendantes de l'extérieur pour leurs approvisionnements énergétiques. Ainsi, une progression de 20 % du cours du baril de pétrole que nous inscrivons en 2003 par rapport au cours moyen de 2002 se traduit-elle, toutes choses égales par ailleurs, par un prélèvement équivalent à 1,2 point du PIB dans le cas de l'économie sud-coréenne.

Amérique latine

L'année passée, la région a été fortement secouée. Après un recul du PIB estimé à 1 %, nous n'anticipons pas de franc rebond de l'activité en 2003, la croissance resterait inférieure à 2 %. Les économies de la zone continueraient d'évoluer sur des trajectoires autonomes.

Les signes de réanimation de l'activité en Argentine se confirment, l'avance du PIB aurait été de 8 % l'an au quatrième trimestre. Désormais, le taux de change oscille autour de 3,2 pesos pour un dollar contribuant ainsi à fortement ralentir les prix à l'importation et donc de l'inflation, qui est ressortie à 8,5 % l'an au mois de février. Le marché domestique fait preuve de plus de vigueur, en témoigne l'accélération des importations. La stabilisation de l'excé-

dent commercial à plus de 15 milliards de dollars l'an, en liaison avec la compétitivité retrouvée, a mécaniquement conduit à une amélioration des comptes extérieurs (7 % du PIB). La plus grande orthodoxie de la Banque Centrale aura permis la signature d'un accord préliminaire avec le FMI. Le pays devrait enfin retrouver le sentier de la croissance.

Au Venezuela, la récession s'accroissant, Hugo Chavez a durci sa politique pour mettre fin à la grève générale. L'année passée, le PIB en volume s'est contracté de 8,8 %, en liaison avec l'effondrement de la production pétrolière, le secteur représentant 30 % du PIB total. Mécaniquement, la contraction des exportations a contribué à l'effritement de l'excédent de la balance courante (5,6 % du PIB). Un contrôle des changes a été instauré afin d'éviter une baisse des réserves. Les flux d'IDE ont continué à se tarir et ne représentent plus que 1 % du PIB, soit le niveau le plus faible depuis 1990. Le déficit budgétaire se creuserait en liaison avec la contraction des recettes fiscales, 50 % émanant traditionnellement de la manne pétrolière. Le risque d'une crise de liquidités ne peut être exclu. Le pays resterait enlisé dans la récession tant qu'une véritable paix sociale ne sera pas retrouvée.

Au Brésil, les turbulences passées ont pesé sur la croissance, le PIB en volume ne marquant qu'une modeste avance de 1,5 %. Mais les nouvelles autorités ont su rétablir une certaine confiance en ce début d'année. Le faible niveau du taux de change, qui converge difficilement vers le seuil des 3,5 reals pour un dollar, contribue

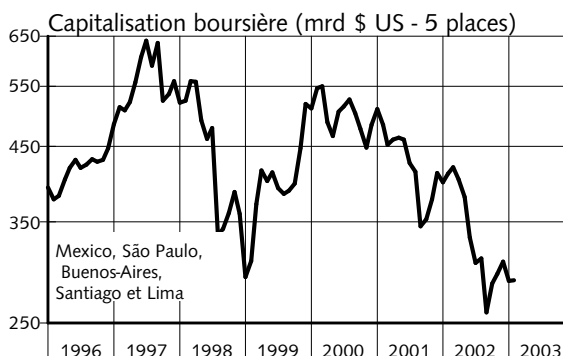
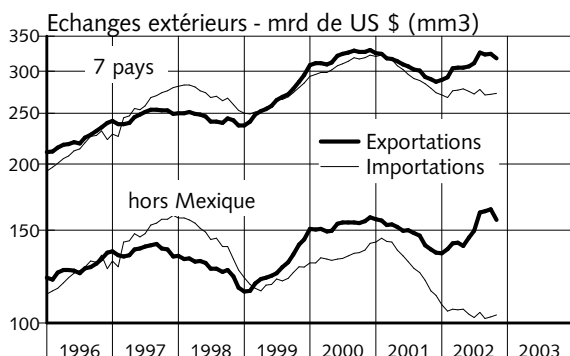
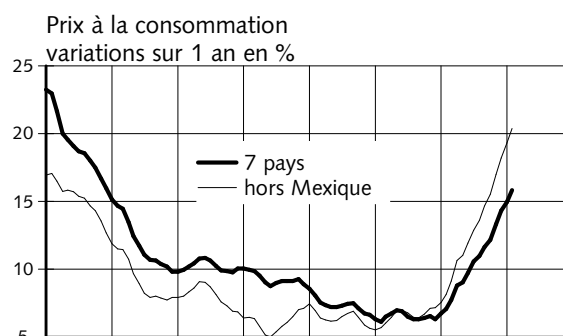
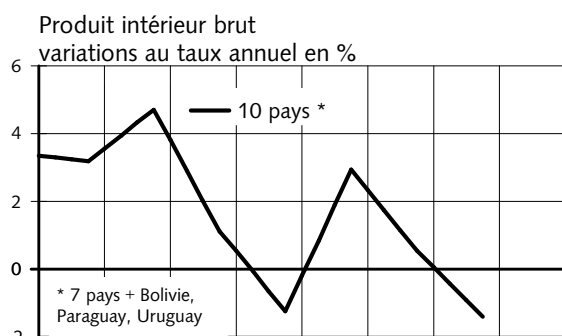
pour sa part à maintenir les tensions inflationnistes. Sur les trois premiers mois connus, le rythme de l'inflation est ressorti à près de 33 % l'an, justifiant la stratégie d'une hausse du taux directeur, le Sélic, à 26,5 %. La baisse des taux d'intérêt réels pourrait toutefois soutenir les composantes de la demande interne, notamment l'investissement. Celui-ci s'est contracté de 4 % en moyenne l'année passée, un recul qui ne s'était pas observé depuis la crise du real en 1999. En fin d'année passée, la dette publique nette a représenté 55,9 % du PIB contre 62,5 % au mois de septembre. En 2002, les charges d'intérêt ont augmenté, représentant 8,5 % du PIB, en ligne avec la violente dépréciation de la devise et le niveau élevé du Sélic. Les autorités ont relevé en février dernier la cible d'excédent primaire à 4,25 % du PIB pour cette année. Sur le

plan des comptes externes, l'excédent commercial croissant lié à la vigueur des exportations a permis une forte réduction du déficit courant, qui a représenté 1,7 % du PIB contre 4,6 % en 2001. Celle-ci a soulagé la contrainte externe de l'économie, le niveau des IDE ayant ralenti à 12,7 milliards de dollars, soit deux fois moins que le niveau enregistré en 2001. En 2003, le déficit courant se stabiliserait à 2 % du PIB, en ligne avec l'effet compétitivité lié à la baisse du taux de change effectif réel. Le besoin de financement extérieur serait ainsi réduit. Sans nouvelles turbulences, la trajectoire de la dette publique ne divergerait pas.

Europe de l'Est

Les pays d'Europe centrale ont continué d'être affectés par le ralentissement de la croissance dans l'Union européenne et

Pays émergents d'Amérique latine (sept pays)*



* Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou, Vénézuéla

© REXEC

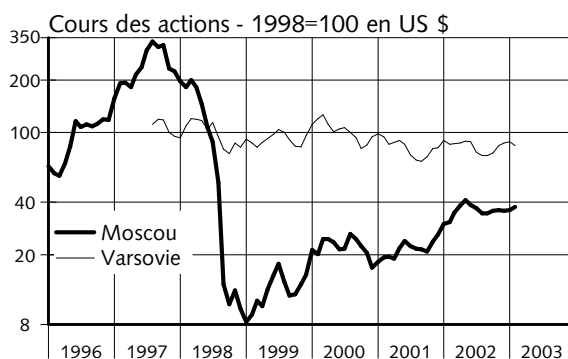
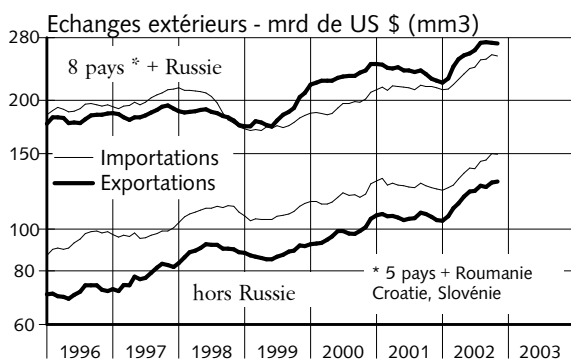
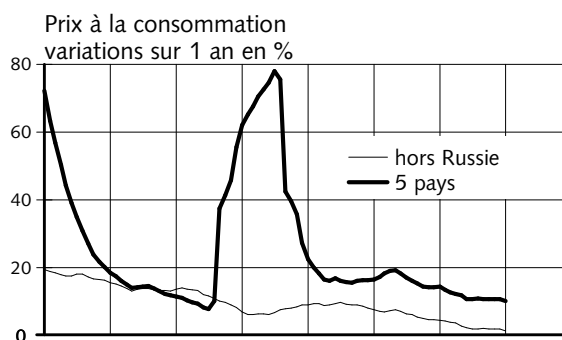
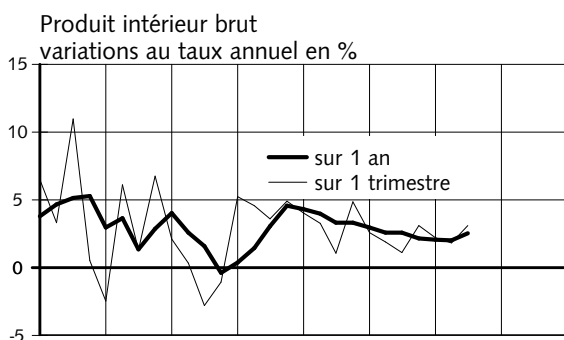
notamment en Allemagne, premier débouché commercial de la zone. Pour les quatre pays d'Europe centrale que nous suivons, la croissance de 2002 n'aurait pas dépassé 2,2 %. En 2003 la croissance s'accélérait légèrement à 3 %.

En Pologne, la croissance du PIB n'est ressortie qu'à 1,3 % en 2002, mais celle-ci s'accélérait en 2003 à 2,9 % grâce au soutien de la demande intérieure. En effet, la légère amélioration observée sur le marché du travail a permis un redémarrage de la consommation des ménages et de la construction résidentielle. Par ailleurs, l'inflation a enregistré un niveau historiquement bas à 0,5 % en glissement annuel de sorte que les salaires réels ont progressé, soutenant le pouvoir d'achat des ménages. Les exportations libellées en euro sont en forte pro-

gression depuis la fin de l'année 2002 de sorte que la dégradation de la balance commerciale, observée depuis le milieu de l'année 2002, ne s'est pas poursuivie. Les exportations devraient encore bénéficier en 2003 d'un gain de compétitivité par rapport aux autres pays d'Europe centrale en raison de la légère dépréciation du zloty en termes réels.

Dans les trois autres pays d'Europe centrale, la demande intérieure est restée soutenue, notamment en Slovaquie où le secteur de la construction a enregistré un niveau d'activité historiquement élevé. Toutefois, les exportations tchèques et hongroises libellées en euro ont été pénalisées par la morosité de la conjoncture dans la zone euro et ne progressent que de 2 % l'an au quatrième trimestre 2002. Si la croissance hongroise devrait légè-

Pays émergents d'Europe de l'Est (cinq pays)*



*Pologne, Hongrie, République tchèque, République slovaque, Russie.

© REXEC

rement s'accélérer en 2003 à 3,8 % en raison du dynamisme de la demande intérieure, le PIB tchèque ralentirait à 2,1 % compte tenu de la faiblesse des exportations et des conséquences négatives sur l'emploi. La Slovaquie connaîtrait le taux de croissance du PIB le plus élevé des pays entrant dans l'UE l'année prochaine à 3,9 %. Signalons que les croissances de la Roumanie (4,8 %) et de la Bulgarie (4 %) devraient rester dynamiques en 2003.

En Russie, l'activité industrielle s'est contractée depuis le début du second semestre. Au quatrième trimestre, selon les premières estimations disponibles, le PIB aurait légèrement reculé, mais sur l'ensemble de l'année 2002 la croissance ressortirait à 4,1 %. En

2003, la croissance ralentirait légèrement à 3,9 %. Si le secteur énergétique continue de tirer la croissance grâce aux exportations, les autres secteurs manufacturiers connaissent des difficultés en raison de pertes de compétitivité dues à la poursuite de l'appréciation du rouble en termes réels. La consommation des ménages reste très soutenue à près de 10 % l'an, alors que le secteur de la construction connaît un ralentissement dû au secteur non résidentiel.

En dépit de la hausse des prix du pétrole, les exportations en valeur (dollar) ont reculé en raison de la contraction des exportations des autres biens manufacturés et des produits agricoles. Les produits énergétiques représentent désormais 52 % des exportations russes contre 51 % en 2001 et leur rythme de croissance reste soutenu à plus de 10 % (pour le pétrole et le gaz). Compte tenu de la poursuite du dynamisme des importations, l'excédent de la balance commerciale russe s'est légèrement replié à 46 milliards de dollars l'an depuis son point haut de l'automne dernier, mais il reste élevé au regard de la moyenne de ces derniers mois de sorte qu'aucun risque à court terme ne pèse sur la balance courante. ■

| Pays émergents | | | |
|-------------------|------|------|------|
| Variations en % | 2002 | 2003 | 2004 |
| PIB | | | |
| - Asie émergente | 6,3 | 5,6 | 5,9 |
| - Amérique latine | -0,9 | 1,9 | 3,7 |
| - Europe de l'Est | 3,5 | 3,6 | 4,0 |
| Importations | | | |
| - Asie émergente | 9,7 | 7,1 | 8,3 |
| - Amérique latine | -5,8 | 3,8 | 6,0 |
| - Europe de l'Est | 8,4 | 10,9 | 10,9 |