

**CHAPITRE I :**  
**ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL**

## **CHAPITRE I :**

### **ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL**

L'économie mondiale a continué à croître à un rythme plus élevé que celui attendu durant l'année 2005, particulièrement au deuxième semestre quoique de manière plus modérée qu'en 2004 et ce, malgré les chocs qu'elle a eu à subir durant le premier semestre 2005. L'expansion de l'économie mondiale, en contexte de chocs liés à la hausse des prix sur les marchés de matières premières, dont le pétrole, et aux effets de l'ouragan Katrina aux Etats-Unis etc., a été aidée par des conditions de financement favorables et des politiques macroéconomiques accommodantes. Le taux de croissance a été ainsi de 4,8 % en 2005 contre 5,3 % en 2004.

Cette croissance de l'économie mondiale est essentiellement tirée par le dynamisme économique des Etats-Unis, principale locomotive de la croissance mondiale, et des pays émergents, particulièrement l'Inde et la Chine dont les statistiques de la croissance ont été révisées à la hausse, l'économie japonaise continuant son expansion et la zone Euro montrant des signes de reprise économique.

L'analyse des paramètres confirme l'évolution positive de l'économie mondiale, à en juger, par la croissance remarquable de la production industrielle à partir de mi-2005, la bonne tenue du secteur des services et la croissance à deux chiffres du commerce mondial.

L'autre caractéristique de cette croissance en 2005 est l'atténuation de l'écart des niveaux de croissance entre les principaux pôles de l'économie mondiale (Etats-Unis 3,5 %, zone Euro 1,3 %, Japon 2,8 %, Chine 9,9 % et Inde 8,4 %).

Après deux années consécutives d'augmentation du rythme de la croissance, celle-ci est restée robuste en Afrique (5 % en 2005 contre 5,5 % en 2004) ainsi qu'en Amérique latine (4,4 % en 2005 contre 5,6 % en 2004), demeurant au-dessus des tendances historiques dans ces régions du monde.

La croissance demeure toujours soutenue par une consolidation globale des prix des marchandises et des matières premières et donc de l'amélioration des termes de l'échange dans la région d'Amérique Latine et des Caraïbes. La croissance reste forte également dans les pays exportateurs de pétrole en raison, notamment, de la forte croissance du secteur des hydrocarbures (6,2 % pour les pays du Moyen Orient exportateurs de pétrole) tirée par la hausse des prix des hydrocarbures sur le marché pétrolier.

En Europe centrale et orientale, la croissance s'est quelque peu modérée à 4,8 % contre 6,5 % en 2004, les déficits courants constituant encore des vulnérabilités.

La croissance des échanges mondiaux en volume est passée de 10,4 % en 2004, année caractérisée aussi par une forte expansion, à 7,4 % en 2005. Exprimée en dollars des Etats Unis, l'augmentation des prix mondiaux est passée de 18,5 % en 2004 pour les produits primaires non pétroliers à 10,4% en 2005, dans une situation de relative stabilité de l'inflation dans les pays industrialisés et les pays émergents.

La croissance de l'économie mondiale en 2005 s'est poursuivie dans un contexte de politiques monétaires différenciées suivant les pays. La Federal Reserve et la Banque de Canada ont relevé fortement leurs taux d'intérêt respectifs, exprimant de ce fait un resserrement de leurs politiques monétaires. La Banque Centrale Européenne (BCE) et la Banque de Japon sont restées sur une relative stabilité des taux, même si la BCE, après 11 mois de taux inchangé à 2 % a augmenté le 1<sup>er</sup> décembre 2005 son taux de 25 points de base le portant à 2,25 %. Pour sa part, la Banque d'Angleterre a opté pour une diminution de son taux en août de 25 points de base, le portant de 4,75 % à 4,5 %, considérant que l'inflation restait l'objectif à combattre.

Il faut souligner que la reprise de la croissance mondiale continue à être partiellement conditionnée par l'évolution des déficits américains (courant et budgétaire), même si le déficit budgétaire a été contenu en 2005 (3,1 % du PIB) par rapport à 2004 (3,5 % du PIB).

La reprise de la croissance est aussi influencée par l'évolution géopolitique, le dollar restant valeur-refuge, et par l'évolution des prix du pétrole. Cependant, la hausse des prix du pétrole n'a pas eu l'effet tant redouté sur la croissance.

## **I.1 - ACTIVITE ECONOMIQUE ET INFLATION**

Dans les pays industrialisés, la croissance économique a légèrement fléchi à 2,7 % en 2005 contre 3,3 % en 2004. En Afrique, elle a enregistré un même trend baissier, passant de 5,5 % en 2004 à 5 % en 2005, tout en réalisant une performance proche de la moyenne mondiale. Par ailleurs, le taux de croissance en Asie reste pratiquement stable avec 8,6 % en 2005 contre 8,9 % en 2004, alors que la Chine continue à enregistrer un taux de croissance très élevé (9,9 % en 2005 contre 10,1 % en 2004). La croissance des nouveaux pays industrialisés d'Asie est, par contre, relativement en baisse avec un taux de 4,5 % en 2005 contre 5,8 % en 2004. Dans les pays de l'Europe centrale, le rythme de la croissance est en réelle baisse de 6,5 % en 2004 à 4,8 % en 2005, après une forte hausse entre 2003 et 2004.

Dans les pays en développement et émergents, le taux de croissance a légèrement fléchi à 7,1 % en 2005 par rapport au rythme de 2004 (7,7 %).

En contexte de reprise de l'activité économique, l'inflation mondiale est passée de 1,8 % en 2003 à 2,0 % en 2004 et 2,3% en 2005, dans les pays développés.

### **I.1.1 - Evolution de l'activité économique dans les pays industrialisés**

La croissance économique dans les principaux pays industrialisés est devenue moins contrastée en 2005, pendant que les Etats-Unis et le Japon se distinguent par leur dynamisme économique. La croissance des Etats-Unis, quoique plus modérée en 2005 (3,5 %) qu'en 2004 (4,2 %), demeure la plus élevée au sein du G7, favorisée par la vigueur des exportations, une demande intérieure et une consommation des ménages fortes. Les importantes créations d'emplois et l'investissement des ménages ont stimulé cette dernière.

Au Japon, la croissance a atteint 2,8 % en 2005 après être passée de 1,4 % en 2003 à 2,3 % en 2004. Cette performance est le résultat de la poursuite, depuis plusieurs années, des restructurations dans l'industrie et le secteur bancaire ainsi que la rentabilité élevée des entreprises et l'augmentation de l'emploi. Cette croissance, consolidée grâce à une forte demande domestique, reste aussi liée à l'expansion économique en Chine vers laquelle ses exportations sont soutenues par la dépréciation du Yen. Comme témoin de cette vigueur de la croissance japonaise, l'indice Nikkei des valeurs industrielles a augmenté de 40 % depuis la fin du premier semestre 2005, soit la plus forte augmentation au sein des pays du G7.

La croissance économique dans la zone Euro, même si elle s'enracine (1,3 %) en 2005, demeure encore hésitante et dépendante de la demande extérieure. Les exportations restent faibles malgré un raffermissement du dollar à partir de l'été 2005. La demande intérieure dans la zone euro reste faible, due particulièrement au recul de la consommation des ménages.

La stabilité relative du chômage, voire sa légère diminution (6 % en moyenne de la population active en 2005 contre 6,3 % en 2004), reste le point commun de la croissance dans les pays développés, le Japon et les Etats-Unis ayant connu un regain d'emplois. Dans la zone euro, le chômage est plus accentué avec un taux moyen de 8,8 % pour la zone, 10 % en Grèce, en 2005.

L'inflation paraît contenue, dans l'ensemble, dans les pays industrialisés, malgré la hausse des prix du pétrole et celle des prix des marchandises qui ont augmenté modérément (2 % en 2004 et 2,3 % en 2005).

#### **a) Etats-Unis**

La reprise de l'économie américaine à partir de 2002 s'est renforcée au cours des années 2004 et 2005, même si son rythme d'expansion a légèrement fléchi en 2005. Les risques d'inflation s'étant éloignés, le marché du travail s'est relativement amélioré et la croissance du PIB, soutenue par la demande intérieure, a légèrement reculé de 4,2 % en 2004 à 3,5 % en 2005. C'est au

quatrième trimestre 2005 que le taux de croissance a reculé significativement, sous l'effet d'une contraction de la consommation de biens durables (les véhicules, etc...), d'une diminution des exportations, d'une augmentation des importations et d'une diminution des dépenses fédérales.

En effet, le soutien apporté à la croissance par la consommation privée et les investissements en logement a été très fort durant les 3 premiers trimestres. La croissance de la consommation privée, de 3,5 %, a eu pour résultat un nouveau recul du taux d'épargne par rapport au revenu disponible.

La reprise de l'emploi s'est faite sentir dès le premier trimestre de 2005 et le chômage a baissé passant, de 5,5 % de la population active en 2004 à 5,1 % en 2005.

L'inflation est passée de 2,7 % en 2004 à 3,4 % en 2005, soit une relative stabilité dans le contexte de la hausse des prix du pétrole et de l'ouragan Katrina qui a diminué les capacités de raffinage des Etats Unis d'Amérique. Le taux bas de l'inflation aux Etats-Unis, dans le contexte de relèvement des prix de l'énergie, est attribué à la hausse de la productivité.

Bien que les exportations aient augmenté sous l'effet du dollar faible, notamment durant les trois premiers trimestres de 2005, les importations ont augmenté encore plus, particulièrement au quatrième trimestre, conduisant à un élargissement du déficit de la balance des paiements courants en 2005. Ce déficit a atteint 759 milliards de dollars (6,4 % du produit intérieur brut) en 2005 contre 669 milliards de dollars (5,7 % du produit intérieur brut) en 2004. Par contre, le déficit budgétaire a diminué passant de 4,7 % du produit intérieur brut en 2004 à 4,1 % en 2005.

L'inflation aux Etats-Unis est passée de 2,3 % en 2003 à 2,7 % en 2004 puis à 3,4 % en 2005. L'inflation a été contenue grâce aux anticipations de la politique monétaire de la Federal Reserve sous l'angle du resserrement qui a commencé le 30 juin 2004.

## **b) Japon**

Après un relatif redressement en 2003 et un renforcement en 2004, l'économie japonaise a continué son redressement en 2005 avec un taux de croissance de 2,8 % contre 2,3 % en 2004. Il s'agit de la plus forte croissance de l'économie japonaise des neuf dernières années.

L'un des moteurs de la croissance japonaise est la consommation privée dont le taux de croissance est passé de 0,2 % en 2003 à 1,5 % en 2004 et à 1,7 % en 2005, pendant que la demande intérieure finale a progressé de 2,1 % en 2005. La situation économique des ménages s'est fortement améliorée à en juger par l'évolution de l'indice de confiance des consommateurs stimulé par l'augmentation de l'emploi et la baisse du chômage qui est passée de 4,7 % de la population active en 2004 à 4,4 % en 2005. Les entreprises japonaises ont augmenté leur formation brute de capital fixe de 1,4 % en 2004 à 3 % en 2005, suite au renforcement de leurs bénéfices. Cela a dynamisé la confiance des entreprises et des consommateurs dont l'indice de confiance en décembre 2005 était au plus haut depuis dix ans.

L'augmentation des exportations du Japon en 2005, quoique à un rythme inférieur à celui de 2004, a été supportée par la forte demande des Etats Unis d'Amérique et de la Chine ainsi que par la dépréciation du yen.

La déflation des prix à la consommation s'atténue avec un rythme de -0,3 % en 2005, traduisant une soutenabilité de l'expansion japonaise.

En 2005 tout comme en 2004, il n'y a pas eu de changements notables en matière de politiques monétaire et budgétaire. Aussi, du fait de la hausse de l'activité économique et de la baisse des dépenses d'investissement public, le besoin de financement du budget de l'Etat (hors sécurité sociale) est en baisse passant de 5,9 % du PIB en 2004 à 5,5 % en 2005.

### **c) Union-Européenne**

Dans la zone euro, la relance économique s'est renforcée en 2005, malgré le relatif recul du taux de croissance au quatrième trimestre, lié à la diminution de la consommation des ménages. La balance commerciale est restée fragile en dépit d'une dépréciation de l'euro. Cependant, l'investissement des entreprises est resté appréciable et a contribué à l'expansion de la demande globale, en contexte d'un relatif manque de confiance des ménages, notamment, après les votes français et néerlandais contre la constitution européenne.

Après avoir augmenté en 2004 (2,1 %) par rapport à 2003 (0,5 %), le taux de croissance a baissé à 1,3 % en 2005. Néanmoins, la croissance est inégalement répartie, les plus forts taux étant en Irlande, Espagne et Grèce (4,5 %, 3,1 % et 3,7 %, respectivement) et les plus faibles en Italie, Allemagne et Portugal (0,9 %, 0,8 % et 0,2 %, respectivement). En Espagne comme en France, la demande interne reste relativement forte par rapport à l'Allemagne et l'Italie. En Allemagne, la croissance est tirée par les exportations.

La croissance dans la zone euro reste tributaire des réformes structurelles et, notamment, de celle du marché du travail, alors que le taux de croissance potentiel reste faible.

Depuis l'introduction de l'euro, les besoins de financement des budgets se sont élargis dans la zone euro où le déficit budgétaire s'est élevé à 2,5 % pour l'année 2005, en léger recul par rapport à 2004 (2,7 %) et 2003 (3 %). Cela cache une disparité entre les pays de la zone euro, car pendant que certains pays ont fait des efforts pour respecter leurs engagements au titre du pacte de stabilité et de croissance, le déficit budgétaire s'est accru en Italie (4,4 % du produit intérieur brut en 2005 contre 3,2 % en 2004 et 2003) et au Portugal au cours de l'année 2005. Si l'Allemagne a réalisé un déficit budgétaire en excès pour la quatrième année consécutive, la France a pu respecter le critère de 3 % du produit intérieur brut en 2005 après trois années de déficit en dépassement.

Au cours de l'année 2005, la croissance des pays membres de l'Union Européenne n'appartenant pas à la zone euro s'est améliorée, malgré qu'elle ait subi l'effet du ralentissement des pays de la zone euro qui a réduit ses importations en provenance, notamment, des nouveaux pays membres où le produit intérieur brut par habitant est le plus faible, à savoir, les Etats baltes, la Slovaquie et la Pologne. Leurs exportations sont aussi affectées par l'augmentation des prix du pétrole à partir du deuxième semestre 2005. Dans l'ensemble de l'Europe centrale, le taux de croissance a baissé de 5 % en 2004 à 3,9 % en 2005. Par ailleurs, la croissance s'est ralentie également dans le Royaume-Uni (de 3,2 % en 2004 à 1,8 % en 2005) et en Suède (de 3,7 % en 2004 à 2,7 % en 2005).

Les investissements, avec une croissance rapide des crédits financés par des banques qui empruntent à l'étranger en profitant d'une conjoncture de taux longs assez bas, sont le principal moteur de l'augmentation de la croissance dans les Etats membres de l'Union Européenne hors zone euro.

En matière de finances publiques, six pays nouveaux membres, ont affiché un déficit supérieur à 3 % du produit intérieur brut. Ces pays ont été confrontés à des conditions particulières liées à l'ajustement structurel conséquent à leur récente entrée dans l'Union Européenne.

Dans la zone euro, l'inflation est restée pratiquement stable entre 2004 et 2005 (2,1 % et 2,2 %, respectivement), malgré la hausse des prix des produits de base à partir du deuxième semestre 2005. La Banque Centrale Européenne n'a relevé son taux directeur, fixé à 2 % depuis juin 2003, qu'en décembre 2005 où elle l'a porté à 2,25 %, estimant que les perspectives inflationnistes à moyen terme restent maîtrisées.

### **I.1.2 - Evolution de la situation économique dans les pays émergents et en développement**

Dans la plupart des pays émergents et en développement, la croissance est restée solide, avec une activité économique dense en Chine et en Inde, à un rythme de 7,1 % en 2005 contre 7,7 % en 2004.

Dans l'ensemble, les pays en développement et émergents ont connu une relative baisse de l'inflation, dans le sillage de la baisse de l'indice général des prix mondiaux, passant de 6 % en 2003 à 5,7 % en 2004 et 5,4 % en 2005 demeurant ainsi au-dessus de la moyenne de l'inflation mondiale.

#### **a) Chine**

L'économie chinoise a continué à croître à un taux pratiquement à deux chiffres, 9,9 % en 2005 et 10,1 % en 2004, laquelle croissance est tirée par la forte augmentation de la demande intérieure, principalement, le niveau élevé de l'investissement et les exportations, même si ces dernières se sont quelque peu modérées notamment au quatrième trimestre 2005. Les faibles coûts salariaux ont encouragé la délocalisation des entreprises étrangères en Chine et, par là, favorisé les exportations.

Les exportations de biens et services restent favorisées par le taux de change compétitif du yuan qui a enregistré une légère appréciation en juillet 2005, un signe de flexibilité du taux de change par rapport aux monnaies de la région restées rattachées au dollar. C'est dans ce contexte que le surplus du compte courant extérieur de la Chine a doublé, relativement au produit intérieur brut, passant de 3,6 % en 2004 à 7,1 % en 2005. La position financière extérieure de la Chine a continué à se renforcer, d'autant plus que les réserves de change se sont accrues de 209 milliards de dollars en 2005. Elles ont atteint 825,5 milliards de dollars à la fin de cette année.

L'inflation en Chine, mesurée par l'indice des prix à la consommation, a bien reculé de 3,9 % en 2004 à 1,8 % en 2005, malgré une forte accumulation de réserves de change. Ainsi, les pressions inflationnistes restent bien contenues en contexte de diminution du taux de croissance des prix des produits alimentaires ainsi que ceux des secteurs à capacité excédentaire. En outre, l'atténuation du taux d'expansion des dépenses budgétaires d'investissement a été l'élément de "contention" pour l'économie chinoise. Le besoin de financement du budget de la Chine s'élève à 1,7 % du PIB en 2005 soit le même qu'en 2004 mais moins qu'en 2003 où il a atteint 2,8 %.

Craignant l'augmentation des créances douteuses, la Banque Centrale de Chine a pris une série de mesures pour freiner la rapide progression des crédits. Ainsi, les exigences en matière de fonds propres des banques commerciales ont été graduellement relevées et les normes de crédit ont été resserrées pour les secteurs où la rentabilité d'investissements paraissait douteuse.

### **b) Autres pays émergents et en développement**

Après la Chine et l'Inde, les pays émergents d'Asie du Sud-Est ont réalisé une bonne performance avec un taux de croissance de 5,1 % en moyenne en 2005 contre 5,8 % en 2004. La croissance de certains pays émergents d'Asie a eu pour moteur une demande intérieure soutenue, des investissements importants des entreprises en contexte de conditions de financement favorables et des exportations ayant pour résultat des surplus importants des comptes courants extérieurs. Les pays émergents d'Asie sont, en grande partie, à l'origine du dynamisme des échanges mondiaux et bénéficient de l'effet dynamique de l'ensemble de la région. Une redistribution des surplus au sein de la région a également pris place, alors que le surplus de la Chine compte pour deux tiers du surplus de cette région.

Ainsi, se confirme la consolidation d'un pôle régional de croissance autonome en Asie lié, entre autre, au dynamisme de la Chine et du Japon.

La croissance dans les nouveaux pays industrialisés d'Asie, quoique moins forte, reste soutenue avec un taux de 5,8 % en 2004 et de 4,5 % en 2005 et ce, en contexte d'un faible taux d'inflation aussi bien en 2004 (2,4 %) qu'en 2005 (2,2 %). Ces pays, se caractérisent aussi par d'importants surplus de leurs comptes courants extérieurs relativement au produit intérieur brut, 7 % en 2004 et 5,9 % en 2005, résultats d'une forte expansion des exportations. La croissance dans la région demeure liée au rythme de croissance en Chine et à l'évolution du secteur de la technologie de l'information et de la communication (TIC), principale locomotive de la croissance, avec des signes de saturation de capacités.

L'amélioration du climat des affaires et la forte expansion des exportations, soutenue par l'amélioration des termes de l'échange, sont les premiers facteurs à l'origine de la continuité d'une expansion économique robuste en Amérique Latine au taux de 4,4 % en 2005, alors que le rythme en la matière était passé de 2,2 % en 2003 à 5,6 % en 2004. Cette région a connu la troisième année consécutive de surplus du compte courant extérieur conjugué à d'importantes entrées de capitaux privés. La hausse des taux d'intérêts américains a permis de lever la pression sur les obligations latino-américaines, améliorant ainsi les conditions de financement.

L'amélioration de la croissance est bien perceptible dans les pays andins et dans les pays membres du Mercosur (Argentine, Brésil, Chili et Uruguay) grâce, notamment, au renchérissement des produits de base exportés (pétrole, produits agricoles et minerais), et à la vigueur de la demande intérieure. Sous l'angle de performance de croissance par pays, le Vénézuéla (17,9 % en 2004 suivi par 9,4 % en 2005) et l'Uruguay (12,3 % en 2004 et 6 % en 2005) se détachent des autres pays de la région où le Chili maintient son rythme de croissance annuel de 6,1 % à 6,3 %.

En Amérique latine, l'inflation est tombée en 2004 à un chiffre (6,5 %), pour s'y stabiliser en 2005 (6,3 %), après un rythme de 10,6 % pour l'année 2003. Les pays membres du Mercosur ont connu, par contre, des pressions inflationnistes haussières de 5,5 % en 2004 à 7,2 % en 2005. Au Vénézuéla, l'inflation est restée bien élevée en 2005 avec un taux de 15,9 % contre 21,7 % en 2004.

Au Moyen-Orient, la croissance continue à être soutenue grâce, notamment, à la hausse des prix du pétrole qui a permis de doper la demande intérieure des pays producteurs. Les pays non producteurs de pétrole ont bénéficié des transferts des émigrés travaillant dans les pays du Golfe, compensant la faiblesse des flux d'investissements directs étrangers et stimulant la demande intérieure. En Jordanie, par exemple, le taux de croissance a été de 7 % en 2005 et de 7,7 % en 2004. Globalement, la croissance économique dans cette région est passée de 5,5 % en 2004 à 5,9 % en 2005.

L'Afrique connaît un raffermissement de la croissance économique, d'autant plus que plusieurs pays africains enregistrent des taux de croissance proches, voire même supérieurs, à ceux de l'Amérique latine ou l'Asie. Avec un taux de croissance de 5,5 % en 2004 et 5 % en 2005, tiré par une amélioration substantielle des termes de l'échange ainsi que par des entrées de capitaux, l'Afrique réalise une performance comparable à la moyenne de la croissance mondiale. En outre, le surplus du compte courant extérieur s'est élevé à 1,6 % du produit intérieur brut en 2005.

L'expansion de l'activité économique a été plus robuste en Afrique subsaharienne, soit 5,3 % en 2005 contre 5,6 % en 2004, pendant que l'inflation est redevenue à deux chiffres (10,7 %) en 2005. Trois pays du Maghreb ont réalisé un rythme de croissance de 4,1 % en 2005, soit en deçà de la moyenne africaine, alors que l'expansion de l'activité économique en Algérie a atteint 5,1 %.

La mise en œuvre du Nepad, qui offre une importante opportunité de coopération au niveau régional, et l'amélioration conséquente des politiques macro-économiques ont contribué à stimuler la croissance en Afrique qui a bénéficié d'une augmentation des entrées de capitaux publics et privés. Cependant, certaines exportations des pays africains souffrent encore de barrières tarifaires à l'entrée des pays développés qui continuent à subventionner leurs produits agricoles.

L'aide financière internationale reste encore primordiale pour le développement de l'Afrique, à mesure que les flux d'aide en direction de l'Afrique subsaharienne ont augmenté depuis la Conférence de Monterrey en 2002.

Ainsi le sommet du G8 de Gleneagles de juillet 2005 a décidé d'une augmentation de l'aide financière à l'Afrique de 50 milliards de dollars d'ici à 2010. Selon certaines estimations, cette aide passera de 14 - 18 milliards de dollars en 2006 - 2008 à 24 - 28 milliards de dollars en 2015. C'est dans ce cadre que le Fonds Monétaire International a déjà accordé un allègement de la dette multilatérale qui s'élève à 2,5 milliards de dollars pour treize pays africains.

Au total, et en dépit des perspectives favorables à court terme, la plupart des pays africains ont encore du mal à atteindre le taux de croissance nécessaire pour faire reculer substantiellement la pauvreté.

### **I.3 - TAUX DE CHANGE ET TAUX D'INTERET**

Le dollar a enregistré au cours de l'année 2005 un gain de 12,04 % par rapport à l'Euro, oscillant entre un plus haut niveau de 1,3461 (3 janvier) et un plus bas niveau de 1,1651 (16 novembre).

Le comportement du dollar peut être analysé en trois principales phases :

- du 3 janvier au 1<sup>er</sup> juillet, le taux du dollar s'est apprécié de 12,6 % face à l'euro, passant de 1,3461 dollar pour un euro à 1,1955 dollar ;
- du 4 juillet au 5 septembre, le dollar s'est légèrement déprécié de 5,25 % dans un marché très prudent ;
- du 6 septembre au 30 décembre, le dollar s'est apprécié de nouveau de 4,96 %.

L'appréciation du dollar face à l'euro était due à des facteurs techniques et conjoncturels (notamment, des prises de bénéfices, révision du système de change chinois, élections en Allemagne et troubles sociaux en France), de bonnes statistiques et perspectives économiques américaines (amélioration de l'emploi, vigueur de la consommation, croissance peu inflationniste de l'économie, déficit budgétaire soutenable, écart de taux d'intérêt toujours favorable au dollar...), et à la publication de quelques mauvaises statistiques européennes (taux de chômage élevé et recul de la croissance).

Durant l'année 2005, le dollar s'est apprécié de 3,97 % face au yen, oscillant entre le cours le plus bas (102,01 yen le 14 janvier) et le plus haut cours (121 yens le 07 décembre). Toutefois, ce comportement du dollar n'a pas été linéaire, mais a connu des fluctuations sur trois périodes :

- du 03 janvier au 24 juin, le mouvement a été haussier de 6,15 % ;
- du 27 juin au 15 août, une consolidation s'est installée ;
- et du 16 août au 30 décembre 2005, le dollar est reparti à la hausse pour terminer avec un gain de 7,65 %.

La tendance haussière du dollar est due, notamment, à la publication de bons indicateurs macro-économiques et de bonnes perspectives aux Etats-Unis (créations d'emplois, production manufacturière meilleure que prévu, réduction du déficit budgétaire et révision à la baisse des dommages des cyclones).

Toutefois, la hausse du dollar a été ralentie par la poursuite de la Federal Reserve de sa politique de hausse des taux mais à un rythme mesuré, et par la décision de la banque centrale sud-coréenne de diversifier la structure de ses réserves de change au détriment du dollar et des prises de bénéfices.

La période de consolidation s'explique par la bonne orientation de l'économie japonaise, l'abandon par la Chine du lien fixe de sa monnaie, le yuan, avec le dollar, au profit d'un panier de devises, les restructurations des réserves de changes de certaines banques centrales étrangères au détriment du dollar et par les dégâts considérables causés par l'ouragan Katrina.

Contre la livre sterling, le dollar a inscrit une appréciation de 9,61 % durant l'année 2005, avec le plus bas cours (1,7141 dollar le 25 novembre) et le plus haut cours (1,9288 dollar le 8 mars).

Ainsi, trois principales phases peuvent être distinguées :

- du 3 janvier au 8 mars, une baisse de 1,30 % avec un pic de l'année 2005 de 1,928 dollar ;
- du 9 mars au 20 avril, une hausse de 0,25 %, représentant une phase de consolidation ;
- du 21 avril au 30 décembre, une tendance bien haussière de 9,82 %.

La période de baisse du dollar était due à des perceptions du marché (prises de bénéfices sur le dollar et crainte d'une diver-

sification par les banques centrales étrangères de leurs portefeuilles au détriment des actifs américains), des perspectives britanniques encourageantes (économie en reprise et possible nouveau relèvement du Taux d'intérêt directeur de la Banque d'Angleterre).

Le dollar a, toutefois, par la suite s'est raffermi grâce : à certaines statistiques américaines positives, à l'engagement du Président des Etats-Unis de réduire le déficit budgétaire et à l'intention de la Federal Reserve de poursuivre son cycle de durcissement monétaire.

Durant la troisième période, la hausse du dollar est due à des données et des perspectives macroéconomiques américaines positives, la publication d'indicateurs macroéconomiques statistiques britanniques moins bons que prévus et à des éléments conjoncturels et techniques (spéculation sur une prochaine baisse des taux dans la Zone Euro, série d'attentats terroristes à Londres, élargissement par la Chine de la marge de fluctuation du yuan contre les devises autres que le dollar et le repli du cours du pétrole).

Au niveau des marchés obligataires, la faiblesse des niveaux de taux d'intérêt s'explique, notamment, par un excès de liquidités résultant d'une période prolongée de très faibles taux d'intérêt à court terme dans la quasi-totalité des pays développés et par un contexte peu inflationniste, fruit de l'application de politiques monétaires crédibles et de la concurrence étrangère.

La Federal Reserve américaine a relevé, durant l'année 2005, son taux directeur à huit reprises, toujours d'un quart de point, le portant, le 2 février 2005, de 2,25 % (en vigueur depuis le 14 décembre 2004), à 2,50 %, puis, lors de la huitième fois, le 13 décembre, à 4,25 %, soit son plus haut niveau depuis avril 2001. Le relèvement de l'année 2005 a été de 200 points de base (325 points de base depuis juin 2004). La Federal Reserve a agité avec "effet d'annonce" puisqu'à chaque fois, elle informe les marchés qu'elle procédera à des relèvements, mais à un rythme "mesuré". Sa préoccupation étant de juguler l'inflation sous l'effet des hausses des prix du pétrole. Mais, l'impact sur les taux longs du

relèvement du taux directeur ne s'est pas entièrement réalisé.

Le marché obligataire a été caractérisé par une remontée lente mais sensible des rendements : 17,534 points de base pour les obligations à 10 ans, avec un plus bas de 3,8070 % (3 juin) et un plus haut de 4,5830 % (14 mars).

En Europe, la Banque Centrale Européenne (BCE) a, après une série de statu quo, finalement relevé, le 1er décembre 2005, son principal taux d'intérêt directeur d'un quart de point à 2,25 %. C'est son premier resserrement monétaire depuis le 5 octobre 2000. La dernière intervention de la Banque Centrale Européenne remonte au 5 juin 2003, date à laquelle elle avait abaissé le loyer de l'argent de 50 points de base pour le ramener à 2 %, son plus bas taux historique. Lors de la naissance de l'Euro, en janvier 1999, le taux Refi était de 3 %.

Les rendements de l'obligation à 10 ans ont perdu 33,825 points de base, évoluant entre un plus bas taux de rendement de 3,016 % (21 septembre) et un plus haut taux de rendement de 3,806 % (11 mars).

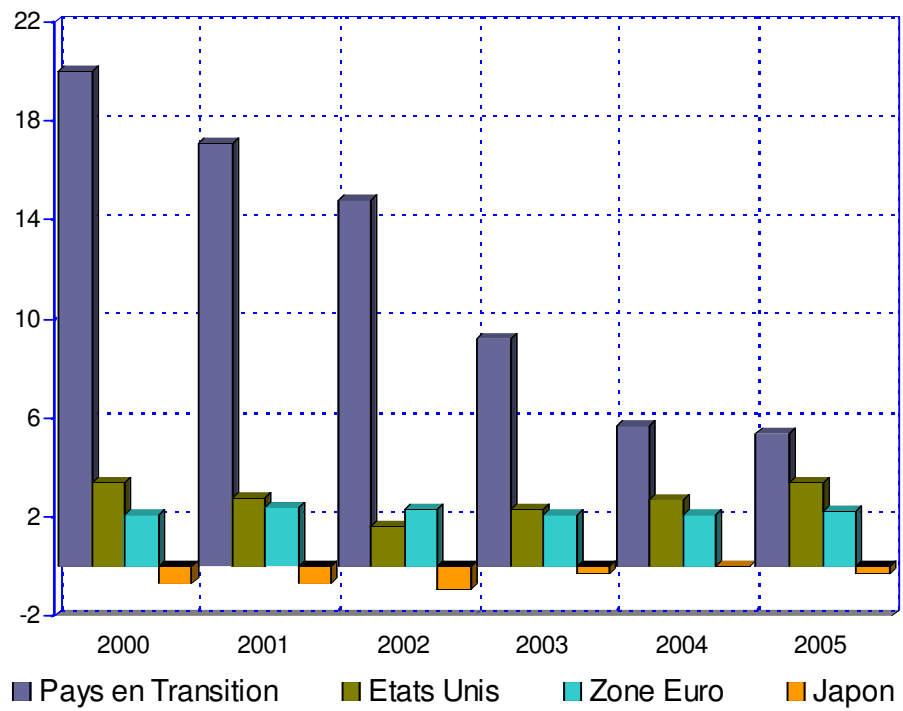
Au Japon, sur l'ensemble de la période, les rendements des obligations à 10 ans ont gagné 7,664 points de base, oscillant entre 1,0850 % (20 mai) et 1,599 % (12 décembre). Les perspectives économiques positives qui se sont aussi reflétées sur le marché des actions, ont favorisé une progression des rendements obligataires, surtout à partir de la fin du mois de juin.

Au Royaume-Uni, après quatre relèvements successifs en 2004, la Banque d'Angleterre a procédé, le 4 août 2005, pour la première fois en 2005, à un assouplissement monétaire, le seul en deux ans, en ramenant son taux d'intérêt directeur, en vigueur depuis le 5 août 2004, de 4,75 % à 4,50 %. Cette diminution de taux, en réponse au recul de la demande globale en contexte de hausse des prix du pétrole, est en phase avec le potentiel de croissance.

## ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

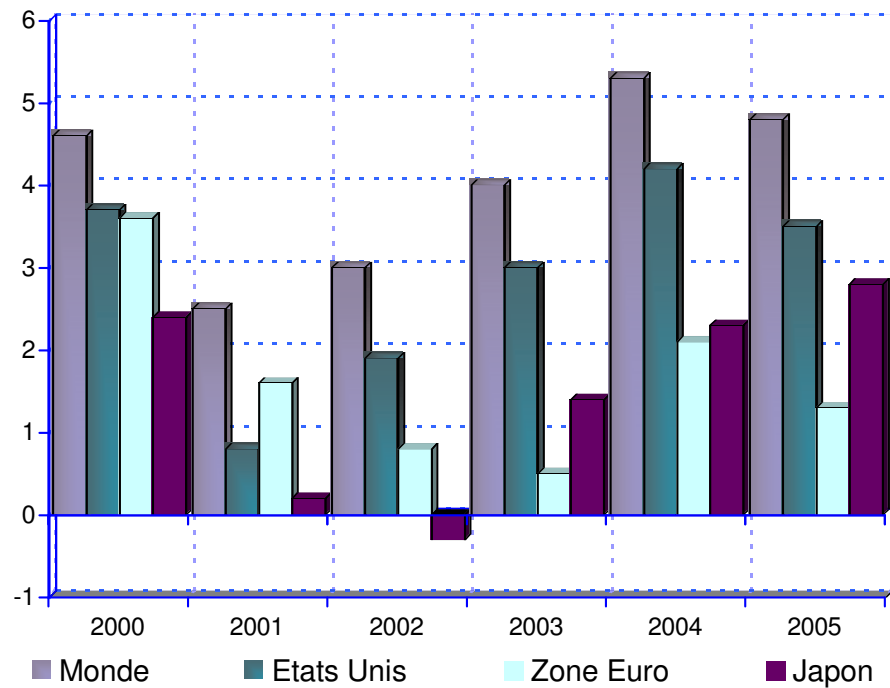
**GRAPHIQUE 1**

**INFLATION EN (%)**



**GRAPHIQUE 2**

**PRODUCTION VARIATION ANNUELLE (%)**



**PRINCIPAUX INDICATEURS DE  
L'ECONOMIE MONDIALE**  
(Variation annuelle en pourcentage)

	2003	2004	2005
<b>Variation du PIB à prix constants en % par rapport à l'année précédente</b>			
Monde	4,0	5,3	4,8
Pays développés	2,0	3,3	2,7
Etats-Unis	2,7	4,2	3,5
Japon	1,4	2,3	2,8
Zone euro	0,7	2,1	1,3
Nouveaux pays membres de l'UE	3,6	6,5	4,8
Russie	7,3	7,2	6,4
Chine	9,3	10,1	9,9
Autres pays émergents et en développement	5,7	7,7	7,1
Amérique latine	2,2	5,6	4,4
Afrique	4,6	5,5	5,0
<b>Consommation privée en volume (variation en pourcentage)</b>			
Etats-Unis	2,9	3,9	3,5
Japon	0,2	1,5	1,7
Zone euro	1,2	1,5	1,3
<b>Formation brute du capital fixe en volume (variation en pourcentage)</b>			
Etats-Unis	3,3	8,4	7,2
Japon	0,9	1,6	3,0
Zone euro	-0,8	1,9	2,1
<b>Demande intérieure totale (variation en %)</b>			
Pays développés	2,1	3,4	2,6
Etats-Unis	3,0	4,7	3,6
Japon	0,8	1,8	2,4
Zone euro	1,4	1,9	1,7
<b>Balance courante (en milliards de \$)</b>			
Etats-Unis	-519,7	-665,9	-668,1
Japon	136,2	172,1	153,1
Zone euro	26,7	46,7	23,7
Autres pays émergents et en développement	143,9	227,7	410,1
Chine	45,9	68,7	115,6

	2003	2004	2005
<b>Solde global de finances publiques en % du PIB</b>			
Etats-Unis	-4,0	-4,0	-3,6
Japon	-7,0	5,9	-5,5
Zone euro	-2,5	-2,1	-2,0
Chine	-2,8	-1,7	-1,7
<b>Taux de chômage en pourcentage de population active</b>			
Etats-Unis	6,0	5,5	5,2
Japon	5,3	4,7	4,3
Zone euro	8,7	8,9	8,7
<b>Prix des produits de base en \$ (variation annuelle en pourcentage)</b>			
Pétrole brut	15,8	30,7	43,6
Matières premières	6,9	18,5	8,6
<b>Inflation (évolution de l'indice des prix à la consommation)</b>			
Pays développés	1,8	2,0	2,2
Etats-Unis	2,3	2,7	3,1
Japon	-0,2	-	-0,4
Zone euro	2,1	2,1	2,1
Pays émergents et en développement	6,0	5,8	5,9
Chine	1,2	3,9	3,0
Afrique	10,6	7,7	8,5
<b>Taux directeur (fin de période)</b>			
Etats-Unis	1,00	2,25	4,25
Japon	0,00	0,00	0,00
Zone euro	2,00	2,00	2,25
<b>Taux Libor à six mois, euro à trois mois</b>			
Dollar US	1,2	1,8	3,7
Yen	0,1	0,1	0,1
Euro	2,3	2,1	2,2