

L'économie sud-africaine : les contraintes structurelles demeurent

Gaëlle Letilly

Les organisations multilatérales saluent les engagements économiques et politiques de l'Afrique du Sud depuis la fin de l'apartheid⁽¹⁾ (1994). Grâce à des réformes libérales, l'économie repose dorénavant sur des fondamentaux globalement sains. Le géant austral (qui concentre plus du tiers du PIB de l'Afrique subsaharienne) connaît actuellement son plus long cycle de croissance dans un contexte international favorable. Après une croissance du PIB plus forte qu'attendu en 2004, l'accélération s'est confirmée en 2005 avec un taux qui a avoisiné 5%. Ce dernier se rapproche de l'objectif fixé par le gouvernement d'atteindre 6% de croissance annuelle, taux minimum qui permettrait théoriquement de réduire les problèmes socioéconomiques dont souffre le pays. Malgré la conduite d'une politique publique un peu plus expansionniste (via la hausse des investissements publics et des transferts sociaux), la pauvreté et le chômage restent, en effet, obstinément élevés. A ce jour, le parti au pouvoir, l'ANC⁽²⁾ (Congrès national africain), a su maintenir la rigueur macroéconomique, tout en conservant le soutien de la majorité noire. Néanmoins, l'impatience suscitée par la répartition inégale des fruits de la croissance grandit. A terme, elle pourrait compromettre la stabilité politique et sociale si aucune amélioration n'intervient.

Après avoir dépeint un tableau de la situation macroéconomique sud-africaine globalement positif (Partie I), cet article se propose d'examiner les obstacles qui devraient être levés pour passer à un sentier de croissance plus élevé. Tout d'abord, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et la relative inertie des investissements contraignent l'offre (Partie II). Ensuite, même si le pays est l'un des plus ouverts et diversifiés du continent africain, il présente des faiblesses en termes de compétitivité, restreignant l'essor des exportations de biens manufacturés (Partie III). Enfin, l'intégration régionale du cône austral reste insuffisante pour accélérer le commerce et la croissance dans la zone (Partie IV).

Performances macroéconomiques globalement satisfaisantes et défis sociaux

Orthodoxie macroéconomique et rétablissement des grands équilibres

Depuis la fin de la période d'apartheid et le début du processus de transition démocratique, les autorités sud-africaines affichent leur volonté d'améliorer le cadre macroéconomique afin de consolider leur crédibilité vis-à-vis de la communauté internationale. Le pays a réalisé des progrès considérables dans la stabilisation de ses fondamentaux, tout en mettant en oeuvre un environnement financier solide et stable. Depuis 1994/95, époque durant laquelle le déficit budgétaire représentait plus de 5% du PIB, les finances publiques se sont assainies. En 2005, le déficit budgétaire s'établissait à 0,6% du PIB. Depuis 2003, la politique est progressivement devenue plus expansionniste grâce aux marges de manœuvres dégagées. Les autorités s'autorisent l'accélération des dépenses sociales et des investissements d'infrastructures de manière prudente, de façon à contenir le déficit budgétaire et ainsi garantir la soutenabilité de l'endettement public (34% du PIB en 2005) à moyen terme. De même, la politique monétaire s'est révélée efficace. La banque centrale, la SARB, poursuit une politique de ciblage de l'inflation. Depuis la mi-2003, celle-ci reste contenue dans une bande de 3-6% (contre 14% au début des années 1990), ce qui a permis de baisser le taux directeur de 650 points de base jusqu'à la mi-2006 (alors à 7%), stimulant l'activité économique. Néanmoins, en raison des tensions inflationnistes (forte demande des ménages et cours

élevés du pétrole), la SARB a relevé le taux directeur en juin et août 2006. L'ensemble des mesures monétaires et budgétaires a rendu les investisseurs étrangers plus confiants dans l'économie et le rand sud-africain⁽³⁾, gonflant les réserves de changes. A la mi-2006, elles s'établissaient à plus de 21 milliards USD (soit une couverture de 3,6 mois d'importations).

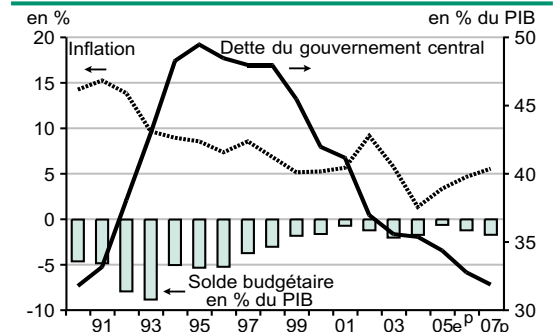
Tirée par la demande domestique, la croissance s'est accélérée...

Entre 1983 et 1993, le taux de croissance moyen s'établissait à 0,8% l'an. De 1994 à 2005, dans un contexte de changements institutionnels et d'ouverture, la croissance du PIB a atteint 3,2% l'an. Depuis 2003, l'accélération de la consommation des ménages tire la croissance qui s'élevait à près de 5% en 2005. Ce dynamisme s'explique par l'émergence d'une classe moyenne noire, la hausse du revenu réel et des transferts sociaux. A la faveur de taux d'intérêt relativement bas et de l'expansion des garanties sous l'effet de l'envolée des prix des logements (fort développement du marché immobilier), l'essor du crédit à la consommation⁽⁴⁾ a également stimulé la demande. Les bonnes performances de la Bourse de Johannesburg ont dynamisé la consommation des plus aisés. Les dépenses des ménages restent bien orientées, même si elles devraient décélérer en raison du resserrement de la politique monétaire en 2006 et probablement en 2007. Les indices de confiance des ménages et des entreprises restent au beau fixe et ont atteint des niveaux historiques ces derniers mois. Associée au programme d'investissements dans les infrastructures (routes, ports, énergie) lancé par le gouvernement, notamment dans la perspective de la coupe du monde de football qui se déroulera dans le pays en 2010, la demande domestique devrait rester robuste à court et moyen terme.

... mais elle s'accompagne de signes de surchauffe...

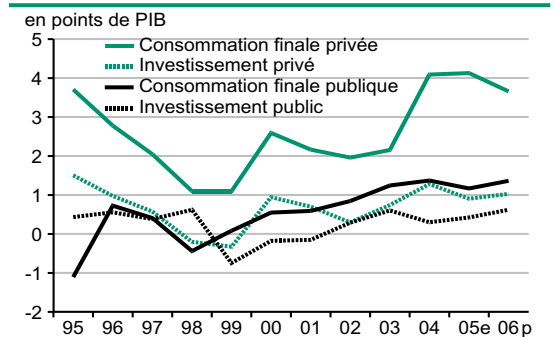
L'accélération de la demande domestique a conduit à une forte progression de la valeur des importations

Comptes budgétaires et inflation



Graphique 1 Sources : FMI (sept. 2006), IFI, BNP Paribas

Composantes de la demande domestique



Graphique 2 Sources : IFI, OCDE, BNP Paribas

(+30% en 2003 ; +38% en 2004 ; +17% en 2005). En dépit d'un accroissement des exportations tiré par la forte demande mondiale de minerais sud-africains – et ce malgré la vigueur du rand –, le déficit de la balance courante s'est dégradé (4,2% du PIB en 2005 ; 6,4% du PIB au premier semestre 2006).

Une croissance économique tirée par la demande interne, associée à une détérioration de la balance courante, alors que le ratio du taux d'investissement sur PIB reste quasi stable à un niveau relativement faible, constitue des signes de surchauffe de l'économie. Ces dernières années, l'augmentation de l'activité productive résulte davantage de l'utilisation plus intense des capacités de production déjà existantes et des gains de productivité (dans les années 1990) que d'un accroissement notable d'un stock d'inputs (capital et

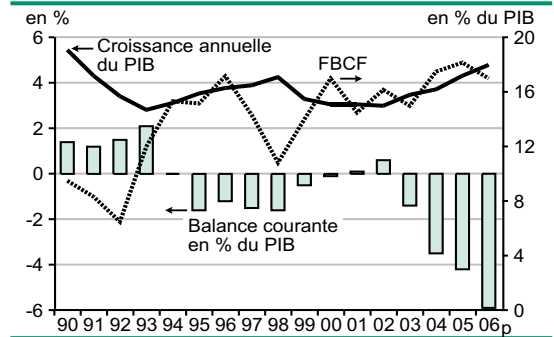
travail). Pour atteindre une croissance forte et équilibrée de manière durable, l'offre devra être stimulée (qualité de la main-d'œuvre et investissement).

Au total, le passage d'un niveau de croissance de 3% l'an de 1994 à 2003 à 4,5% l'an entre 2004 et 2006 ne peut être considéré comme une période de transition vers une période de 6% l'an car les facteurs qui soutiennent la dynamique de 2004-2006 conduisent à une surchauffe économique, indiquant que la croissance potentielle demeure en deçà des 5% l'an (voir partie II).

... et elle ne permet pas de réduire significativement les inégalités et la pauvreté

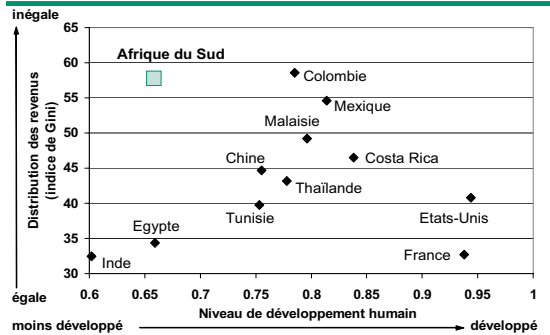
Même si les inégalités historiques créées par l'apartheid se sont réduites entre les "deux économies", elles subsistent. En 2005, 10% de la population recevait toujours près de la moitié des revenus et 95% des pauvres en Afrique du Sud étaient noirs. Lancée en 1994, la réforme agraire est encore loin d'être en ligne avec les promesses. A la fin de 2005, seuls 3% des terres ont été redistribuées, ce qui est loin de l'objectif fixé de 30% pour 2014. La mise en œuvre de l'initiative de discrimination positive en faveur des "populations historiquement désavantagées" ne constitue pas une panacée (cf. encadré 1). Malgré le lancement d'un programme de grands travaux en 2004, ayant pour vocation

Dégradation du déficit du compte courant



Graphique 3 Sources : FMI, SARB, BNP Paribas

Développement et inégalité



Graphique 4 Sources : Human development report (2005), BNP Paribas

Encadré 1 : Le Black Economic Empowerment (BEE) : une nécessité politique

Pilier de la politique du président sud-africain Mbeki, le BEE a pour objet de corriger les inégalités léguées par l'apartheid (chômage concentré sur la population noire largement privée de qualification, inégalités salariales, concentration de la propriété des entreprises aux mains des blancs) en favorisant l'implication des noirs dans la vie économique du pays. Le Broad Base Black Economic Empowerment Act, promulgué en 2003, vise à accroître la part de leur actionnariat dans le capital des entreprises et à augmenter leur nombre à des postes de direction. Des codes de "bonne conduite" ont été conclus par secteur. Le système repose sur la réputation des entreprises. Celles qui parviennent à respecter les critères du BEE sont favorisées pour l'attribution des marchés publics.

Un nombre d'entreprises de plus en plus élevé s'implique dans le processus. Pourtant, le BEE continue de diviser puisque, d'une part, il favoriserait une petite nouvelle élite noire. D'autre part, le BEE implique des coûts et pourrait peser légèrement sur la croissance et les IDE. Il contribue à diriger le peu d'épargne existant en Afrique du Sud vers des entreprises préexistantes, plutôt que vers de nouvelles entités créées par des entrepreneurs noirs. En outre, le BEE suppose une plus grande dilution de l'actionnariat et des coûts supplémentaires de contrôle et de formation. Il fait également craindre l'émergence d'actionnaires dépourvus de compétences de gestion. Dès lors, des investisseurs se montrent réticents à se conformer aux règles du BEE. A moyen terme, ces mesures devraient cependant se révéler bénéfiques pour le développement, puisque les entreprises pourront bénéficier des gains de productivité consécutifs à l'amélioration de la qualification des employés. Une politique de type BEE est indispensable pour normaliser la situation sociale du pays. Le statu quo risquerait de réveiller les rancœurs entre les communautés.

de fournir à une main-d'œuvre non qualifiée un emploi dans le secteur public, le chômage reste obstinément élevé. Il s'établissait à près de 27% en 2005 (contre environ 9% pour un échantillon de vingt-cinq pays à niveau comparable de développement). Le taux de chômage s'élève à 40% si l'on recourt à une définition large. Il touche environ la moitié des noirs en âge de travailler. Ainsi, les problèmes socioéconomiques sont bien réels, menaçant à terme de rompre le pacte politique et social existant dans le pays si aucune amélioration ne devait intervenir.

Face aux meilleures performances macroéconomiques, l'impatience de nombreux Sud-africains grandit devant le manque d'amélioration de leurs conditions de vie (dans les domaines de la formation, des services et du logement)⁽⁵⁾. En dépit des progrès réalisés par l'Etat dans le ciblage de l'aide aux plus démunis et aux plus vulnérables, la pauvreté n'a sensiblement pas reculé depuis la fin de l'apartheid. Selon l'Indice du Développement Humain calculé en 2005 par les Nations unies, l'Afrique du Sud aurait perdu 35 places depuis 1990 (notamment en raison de l'impact du sida, cf. encadré 2).

Encadré 2 : L'impact attendu du sida en Afrique du Sud

L'UNAIDS indique qu'après avoir fortement augmenté dans les années 1990 le taux de prévalence du sida s'établissait à près de 19%⁽⁶⁾ parmi les personnes de 15-49 ans en 2005. L'espérance de vie a chuté de 64 ans en 1994 à 51 ans en 2006. On estime que la pandémie dans le pays ne montre aucun signe de régression en raison de la forte mobilité de la population. Malgré les progrès réalisés, 20% seulement des personnes nécessitant d'un traitement anti-rétroviral en bénéficiaient en 2005.

Les impacts directs et indirects du sida sont difficiles à mesurer. Pour la majorité des économistes, la plus faible scolarisation et productivité du travail, l'élévation du taux d'absentéisme, une hausse des coûts de production (prise en charge par le secteur privé d'une partie des coûts liés à la prévention et à la fourniture des soins aux employés) ont une incidence négative sur l'investissement, limitant le développement de la production et des exportations. Le solde budgétaire, de même, est sous tension due à un ralentissement des activités économiques et à une hausse des dépenses sociales.

Estimations économétriques de l'impact attendu du sida en Afrique du Sud : quelques résultats

	2006-2010			2011-2015	
	ING (1999)	BER (2001)	Arndt et Lewis (2000)	ING (1999)	BER (2001)
Force de travail (1)	-12,8	-12,2	-12,8	-18,1	-20,9
Productivité du travail (2)	-33,3	-40	-50	-33,3	-40
Productivité globale des facteurs (3)	-	-2,1	-50	-	-2,1
Epargne domestique (4) (5)	-2,1	-1,9	-	-2,2	2,0
Revenu disponible des ménages (1)	-4,4	-0,1	-	-5,8	-0,5
Consommation des ménages (1)	-0,8	0	-	-0,8	-0,7
FBCF (4)	-0,1	-1,6	-	0	-2,1
Déficit fiscal (4)	-0,8	-0,1	-	-0,9	-0,4
Déficit de la balance courante (4)	-2,4	0,2	-	-2,4	0,6
Croissance du PIB (+ / -)	-0,4	-0,4	De -2,0 à -2,6	-0,3	-0,9

Tableau 1

La banque ING (Quattek, 1999) postule un taux de prévalence du sida plus élevé parmi les travailleurs les plus qualifiés que les deux autres modèles. Le BER (Bureau for Economic Research, South Africa) estime que la baisse du taux de l'emploi créera des tensions sur les salaires, encourageant la production intensive en capital. Enfin, le modèle d'Arndt et Lewis suppose une forte baisse de la productivité des facteurs et des investissements publics.

(1) Différence en termes de niveaux par rapport à un scénario sans sida, en %. (2) Perte des heures de travail pour les personnes séropositives, en %. (3) Réduction de la croissance de la productivité globale des facteurs, en %. (4) En points de pourcentage du ratio sur le PIB. (5) Le BER estime la baisse de la croissance annuelle en points de pourcentage. (+ / -) Variation de la croissance du PIB par rapport à un scénario sans sida, en points de pourcentage.

Certains ont voulu prendre en compte la dimension sociale de l'impact du sida. Bell, Devarajan et Gersbach (2003) considèrent que la pandémie pourrait largement réduire le capital humain, les canaux de transmission du savoir-faire de génération en génération avec pour conséquence un nombre grandissant d'orphelins. Par ailleurs, avec un taux de prévalence plus important pour la population la moins favorisée, la pandémie risque d'accroître les inégalités. L'atteinte des "objectifs du millénaire" relatifs à l'éducation, la réduction de la mortalité infantile et la santé est contrainte par la maladie.

Sources : Rapport sur l'épidémie mondiale du SIDA en 2006, UNAIDS (United Nations Programme on HIV/AIDS) et Horton Mark, 2005, "HIV/AIDS in South Africa" in Post-Apartheid South Africa, FMI

Elle se positionne au 120^e rang dans un classement qui compte 177 pays.

Le principal succès du programme GEAR (*Growth, employment and redistribution*) inauguré en 1996 a été de stabiliser l'économie. Mais il n'a pas atteint son objectif essentiel qui était de mettre l'Afrique du Sud sur une trajectoire de croissance plus haute créatrice d'emplois. La nouvelle stratégie, l'AGSI-SA (*Accelerated and Shared Growth Initiative for South Africa*) lancée en février 2006, vise à créer les conditions d'une croissance plus forte, plus équilibrée et plus équitable. Elle est déclinée en plusieurs cibles à atteindre : une croissance de 6% à moyen terme, une réduction de moitié du chômage et de la pauvreté d'ici à 2014. Pourtant, des contraintes structurelles pèsent sur le potentiel de croissance.

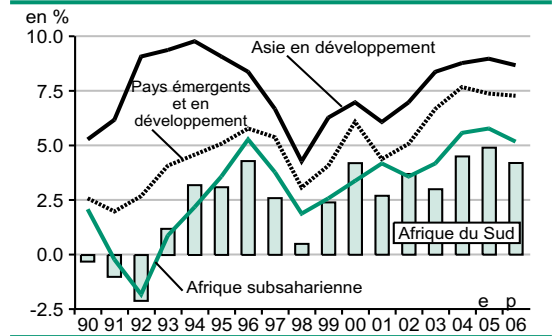
Les contraintes en termes d'offre

Contrairement aux autres économies émergentes et en développement, l'Afrique du Sud ne parvient pas à maintenir un sentier de croissance suffisamment élevé sans générer de la surchauffe. Pour dépasser cette contrainte, il est nécessaire d'augmenter la croissance potentielle. Les principaux déterminants en sont conjointement la productivité du travail et l'investissement.

L'*output gap* est positif depuis 2002

L'élaboration d'un diagnostic sur la position de l'économie dans le cycle à l'instant *t* consiste à évaluer le niveau potentiel⁽⁷⁾ de la production. Celui-ci est défini à partir du degré d'utilisation des facteurs de production disponibles (capital et travail) n'induisant pas de tensions inflationnistes. L'écart relatif qui sépare le niveau du PIB observé de celui du niveau potentiel est appelé écart de production (ou *output gap*). Il constitue un des éléments clés pour l'appréciation des risques de surchauffe de l'économie. Le taux de croissance potentielle⁽⁸⁾ sud-africain serait actuellement de 3% (contre 1% avant 1995). Depuis 2002, avec une croissance réelle supérieure à ce niveau, l'*output gap* est positif et en augmentation (il atteignait près de 4% du PIB potentiel en 2005). Ceci traduit une sur-utilisation

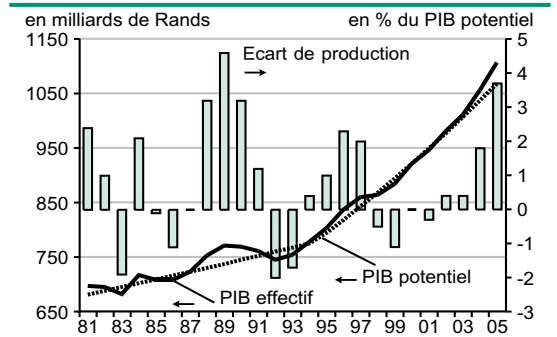
Taux de croissance comparés du PIB



Graphique 5

Sources : FMI, BNP Paribas

Augmentation de l'*output gap* depuis 2003



Graphique 6

Sources : SARB, BNP Paribas

Construit d'après les modèles estimés par Arora (2003) et Du Toit, Van Eyden et Ground (2006)⁹ supposant un taux de croissance de la production potentielle de 1% entre 1981-1994 et 3% depuis 1995.

des capacités productives disponibles. Un dysfonctionnement du marché du travail et une relative faiblesse des investissements en sont probablement les facteurs sous-jacents.

Le marché du travail déséquilibré impose des restrictions sur le potentiel de production

Une production manufacturière de plus en plus intensive en capital et le développement du secteur des services supposent une requalification de la main-d'œuvre qui, pour l'heure, reste insuffisante. La demande de travail qualifié par les entreprises a crû plus rapidement que l'offre de travail disponible, se traduisant

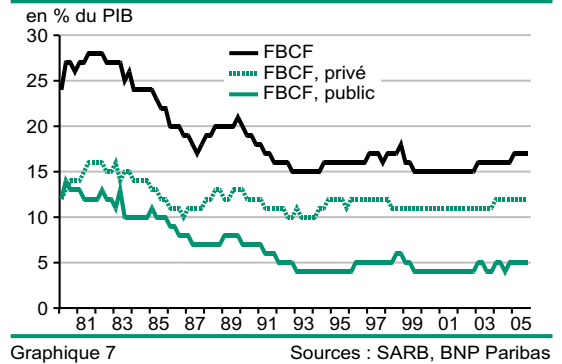
par une inadaptation de la structure du marché du travail, ou plus précisément par une pénurie de main-d'œuvre qualifiée coexistant avec une surabondance de main-d'œuvre peu formée. Le dysfonctionnement actuel du marché du travail serait un héritage de la période de l'apartheid : inégalités d'accès à l'éducation pour les noirs, absence de mobilité de la population active en raison des sanctions imposées au pays, désinvestissement dans les secteurs de la formation, fuite des cerveaux. Ce serait donc, notamment, en partant d'une amélioration de l'offre de travail, à travers la mise en œuvre de politiques de formation, que l'Afrique du Sud atteindrait une croissance potentielle plus élevée à moyen et long terme. Le sida constitue néanmoins un handicap significatif.

Faiblesse de l'investissement domestique et étranger

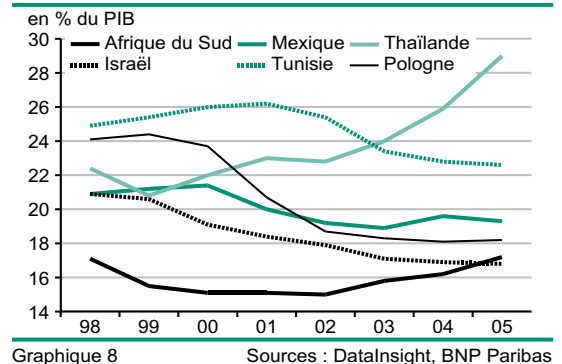
L'investissement domestique part d'un niveau bas

Limité par une épargne nationale faible (14% du PIB en 2005), le taux d'investissement (privé et public), même s'il augmente depuis 2002, ne représentait qu'environ 18% du PIB en 2005 contre 26% en 1980. Par ailleurs, les investissements récents se sont concentrés dans les secteurs des biens non échangeables (*ie*, non manufacturier et minier) et donc ne permettant pas de forts gains de productivité globale⁽¹⁰⁾. Toutefois, les chefs d'entreprise de nombreux secteurs ont annoncé leur intention d'investir largement ces prochaines années dans les secteurs de biens échangeables (incluant les mines, l'automobile, la chimie, l'immobilier et le tourisme), témoignant d'un niveau de confiance élevé. Les investissements publics doivent suivre une tendance similaire, les autorités annonçant leur soutien à d'importants projets d'infrastructures. Même si le taux d'investissement se redresse, il devrait rester inférieur à celui de nombreuses économies émergentes (ceci est malgré tout partiellement compensé par l'efficacité du capital sud-africain) et se situer en dessous de l'objectif fixé par les autorités à 25% du PIB à court terme. Confronté à un faible investissement domestique, le pays est alors appelé à recourir au financement extérieur.

L'investissement sud-africain...



... comparativement modeste



Les flux de capitaux externes restent largement constitués de "hot money"

L'ouverture de l'Afrique du Sud depuis 1994 avec la levée des sanctions financières et la libéralisation progressive du contrôle des changes a stimulé les mouvements de capitaux avec le reste du monde. Pourtant, les flux d'IDE restent limités en termes nets et sont tributaires de grandes opérations (telles que le rachat de la banque ABSA par Barclays en 2005). Les investissements *greenfield*⁽¹¹⁾ restent faibles et la présence étrangère s'est accrue principalement *via* des privatisations dont le rythme s'est ralenti.

En 2004, selon l'indice des entrées effectives d'IDE (UNCTAD) qui classe les pays selon les investissements qu'ils reçoivent en fonction de leur poids économique,

Faiblesse relative des IDE vers l'Afrique du Sud

	IDE, en % des IDE Monde			IDE, en % de la FBCF		
	Afrique du Sud	Malaisie	Mexique	Afrique du Sud	Malaisie	Mexique
2002	0,11	0,45	2,11	4,5	14,5	12,1
2003	0,11	0,39	1,80	2,7	10,8	9,4
2004	0,09	0,71	2,56	1,7	19,1	12,2

Tableau 2

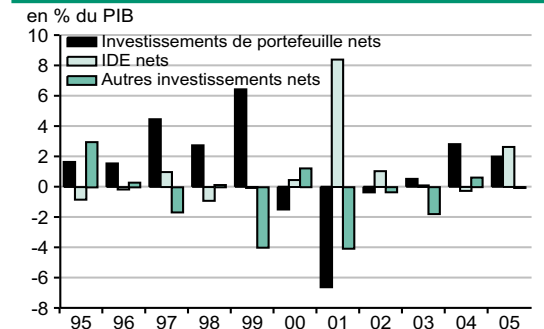
Sources : World Investment Report UNCTAD, BNP Paribas

l'Afrique du Sud ne se plaçait qu'en 124^e position dans le monde (sur 140 pays), juste devant le Kenya et après Madagascar. Si de nouveaux flux d'IDE se préparent (dans les secteurs de l'acier, des télécommunications, de la distribution et du tourisme), ils pourraient être compensés par l'accroissement des IDE sud-africains, dont une partie à destination d'autres pays africains.

La relative faiblesse des IDE révèle un climat des affaires encore peu attractif. Les caractéristiques de la main-d'œuvre (relativement coûteuse et peu formée), l'insécurité, la contagion possible de l'instabilité sociopolitique des pays voisins, l'insuffisance d'infrastructures et de la libéralisation du commerce (les droits de douane restent complexes et parfois élevés), les taux de croissance en deçà de ceux des pays asiatiques, la volatilité du rand et l'incidence du sida en sont des facteurs explicatifs.

Si l'entrée massive de capitaux de court terme (investissement de portefeuille et prêt à court terme) a permis de gonfler les réserves en devises, elle ne pallie pas la faiblesse des IDE. Le ratio de *hot money*⁽¹²⁾ a probablement dépassé 450% en 2005, l'un des plus élevés des pays émergents. Ceux-ci sont par nature volatils et donc susceptibles de ressortir rapidement du pays en cas de défiance des investisseurs envers les marchés émergents en général, ou de problèmes économiques spécifiques. Comparés aux IDE, ces capitaux ne permettent pas de financer directement l'investissement, même si l'augmentation des cours boursiers liée à l'accroissement des investissements de portefeuille permet aux entreprises de recourir aux émissions d'actions et de mieux se valoriser.

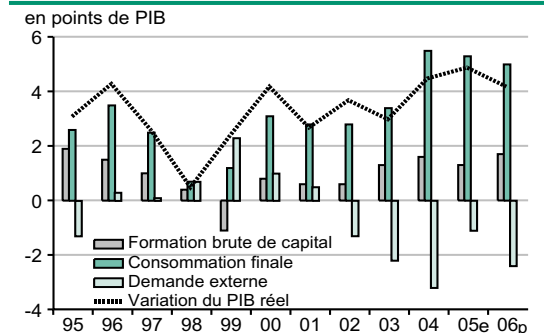
Capitaux stables et volatils



Graphique 9

Sources : SARB, BNP Paribas

Contribution du secteur externe à la croissance



Graphique 10

Sources : OCDE, IFI, BNP Paribas

L'inadéquation entre l'offre et la demande de travail et le niveau d'investissement encore modeste expliquent que la croissance potentielle reste de l'ordre de 3%. Il n'y

a aucune évolution notable à attendre à court terme puisque ces contraintes sont structurelles. Leur élimination est difficile et ne peut être effectuée que dans la durée. Les politiques d'éducation et de formation auront un impact à moyen et long terme, tandis que la hausse des investissements restera contrainte par un environnement des affaires peu attractif et la limitation des dépenses publiques.

Une intégration encore limitée dans le commerce international

Le secteur exportateur peut être susceptible de tirer la croissance sans provoquer de surchauffe. Pourtant, la contribution du commerce extérieur à la croissance est négative depuis 2002, notamment en raison d'un manque de compétitivité.

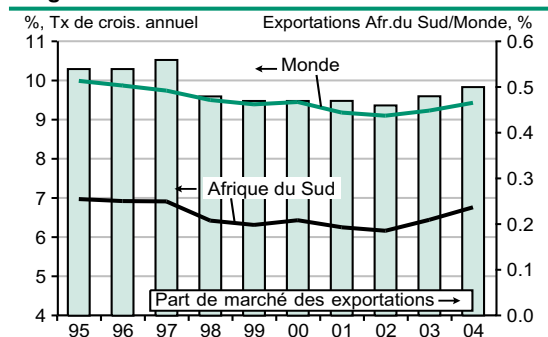
Insuffisance de l'évolution qualitative des exportations

Malgré la libéralisation du commerce et la dépréciation du taux de change réel jusqu'en 2001, la part des exportations de marchandises dans le PIB a régressé, représentant 20% en 1995 et 22% en 2005 contre 32% en 1980. Leur taux de croissance se situe en deçà du taux mondial. Le poids du géant austral dans les échanges internationaux s'est alors rétréci jusqu'en 2002. Depuis, à la faveur de la bonne tenue des cours des matières premières (platine et or notamment), sa participation au commerce mondial a de nouveau progressé.

La prévalence des matières premières dans les exportations est une conséquence naturelle de l'abondance des ressources minières (cf. encadré 3, page 10). La part du minerai dans les exportations de marchandises a cependant décliné de 44% en 1995 à 31% en 2005, et ce au profit des biens manufacturés (64% des exportations en 2005). Néanmoins, les changements structurels ont été de moindre amplitude en Afrique du Sud que dans les autres pays à revenu moyen.

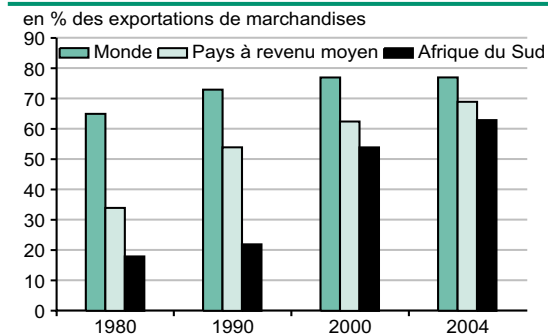
La politique des autorités, qui consiste en une remontée de filières visant à diversifier et à accroître la valeur ajoutée des exportations, a eu quelques succès avec le

Intégration au commerce international



Graphique 11 Sources : The Dpt of Trade & Industry South Afr., OMC

Part des produits manufacturés dans les exportations de marchandises



Graphique 12 Sources : Banque mondiale, BNP Paribas

développement du secteur automobile, de la chimie et des équipements. Pourtant, selon une étude du FMI⁽¹³⁾, entre 1998 et 2003 l'Afrique du Sud n'enregistrait pas un positionnement satisfaisant de ces biens d'exportations manufacturés sur le marché mondial, à l'exception notable de l'automobile. Situé sur un marché dynamique (le taux de croissance des exportations d'un bien sur le marché mondial est supérieur à celui de la croissance des exportations mondiales), le pays a, en effet, quadruplé sa part de marché mondial pour les voitures entre 1998 et 2003. En revanche, la plupart des autres principaux biens d'exportations sud-africains se situaient soit sur des marchés peu dynamiques (tel le papier), soit sur des marchés sur lesquels le pays a vu sa participation au commerce mondial diminuer (produits d'ameublement ou équipement de télécommunication) en dépit du fait qu'ils se positionnent sur des marchés dynamiques. Ceci traduit un manque de compétitivité de l'Afrique du Sud.

Encadré 3 : Le secteur minier sud-africain

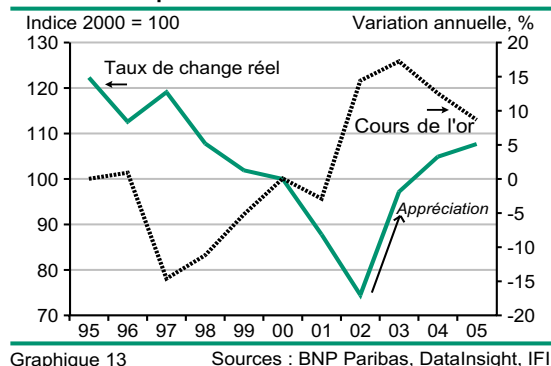
Avec 14% de la production mondiale (40% des réserves), l'Afrique du Sud a conservé son leadership dans la production d'or en 2005. Cette dernière s'est cependant réduite de 40% sur la décennie en raison de la restructuration du secteur et de la fermeture des mines les moins rentables. Le platine tend à prendre le relais de l'or, puisque le pays produit 78% de la production mondiale et détient l'essentiel des réserves. L'Afrique du Sud est également le premier producteur mondial de chrome (44% de la production et 40% des réserves), de vanadium (43% et 23%) et le second producteur de manganèse (16% et 80%). Le pays se classe cinquième producteur de diamant (12% des réserves) en dépit de l'épuisement des anciennes mines. Enfin, il peut compter sur les perspectives d'expansion dans le secteur du charbon dont il est le cinquième producteur mondial. L'industrie minière, 7% du PIB en 2005 (contre plus de 10% en 1990), possède un réel savoir-faire et une technologie sophistiquée. L'avenir du secteur dépend étroitement des investissements. Cependant, l'environnement réglementaire devient moins propice aux investisseurs. Le gouvernement souhaite davantage faire profiter l'économie sud-africaine de l'exploitation des minerais. Ceci pourrait se traduire par la hausse des royalties versées par les compagnies minières. L'enjeu est majeur puisque, du secteur minier, dépendent des pans entiers d'industries de transformation créatrices d'emplois (alliages, pièces et machines pour les industries automobile et aéronautique).

L'avantage comparatif de l'Afrique du Sud se concentre principalement sur les secteurs miniers et les métaux, comme tendent à le montrer les gains de parts de marché pour l'argent, le nickel ou encore l'aluminium enregistrés en 2004. La lente dynamique de redéploiement de la production pourrait perdurer en raison de la croissance des échanges avec l'Asie⁽¹⁴⁾, forte consommatrice de produits primaires et compétitive dans l'industrie manufacturière. Cette évolution structure la croissance d'une façon encore éloignée du modèle de développement asiatique, et elle est peu propice à porter à elle seule le pays vers un modèle soutenable de croissance rapide car elle dépend encore principalement de produits à progression peu dynamique.

La compétitivité minée par un rand fort et un coût élevé de la main-d'oeuvre

L'augmentation du cours des matières premières (notamment l'or, principal produit d'exportation de l'Afrique du Sud) a participé à l'appréciation du taux de change réel entre 2002 et 2005 (+47%), ce qui grève la compétitivité des exportations. Par ailleurs, la volatilité du rand, problématique pour les exportateurs, reste une constante en raison de la libéralisation des comptes de capitaux et de l'importance des flux d'investissements de portefeuille qui rendent le marché financier assez erratique. Sans remettre en cause la stabilité macroéconomique, la correction des marchés financiers

Variations du prix de l'or et du REER



Graphique 13

Sources : BNP Paribas, DataInsight, IFI

des pays émergents, constatée en mai-juin 2006, montre que les variations du rand contre dollar peuvent parfois être considérables (à ses points extrêmes, le rand s'est déprécié de 25% sur cette période).

En dépit d'une main-d'oeuvre abondante, les coûts du travail sont élevés⁽¹⁵⁾. Ceci résulte de la rigidité des salaires. Entre 2000 et 2005, les gains de productivité du travail (+12%) étaient bien en deçà du taux de croissance de la rémunération par travailleur (+41%). Le coût unitaire de la main-d'oeuvre (qui représente le coût du travail par unité de production) a alors crû de 26% sur cette période. Après s'être ralenti en 2005 (+7,2%), le taux de croissance de la rémunération nominale par tête est reparti à la hausse au premier trimestre 2006, aussi bien dans le secteur public que dans le secteur privé. Parallèlement, les gains de productivité du travail ont

marqué un net ralentissement en 2005 (+2,1%) qui s'est confirmé au premier trimestre 2006. En conséquence, la croissance du coût unitaire du travail s'est accélérée à 7,6% au début de 2006, la plus forte hausse enregistrée depuis le dernier trimestre 2004. Ceci empêche l'Afrique du Sud d'être compétitive sur des secteurs industriels intensifs en main-d'œuvre, notamment par rapport à nombre d'autres pays émergents.

Au total, entre 1999 et 2002, la compétitivité-prix a été préservée par la dépréciation du taux de change effectif réel qui a compensé l'augmentation du coût de la main-d'œuvre. Entre 2003 et 2006, les effets associés de l'appréciation du taux de change réel et de la hausse du coût de la main-d'œuvre ont conduit à une détérioration de la compétitivité du pays, à laquelle il faut ajouter les effets néfastes de la variabilité du rand. Plus généralement, selon les indicateurs de compétitivité composites du World Economic Forum, malgré les gains enregistrés en termes d'innovation de produits, de stabilité du système juridique et de la performance du système financier, le pays souffre de faiblesses au niveau des infrastructures, de l'environnement des affaires et de rigidités du marché du travail. Ainsi, le commerce extérieur n'est actuellement pas en mesure de tirer à lui seul la croissance. A la différence de nombreux pays émergents, l'Afrique du Sud enregistre une détérioration de sa balance courante depuis 2003.

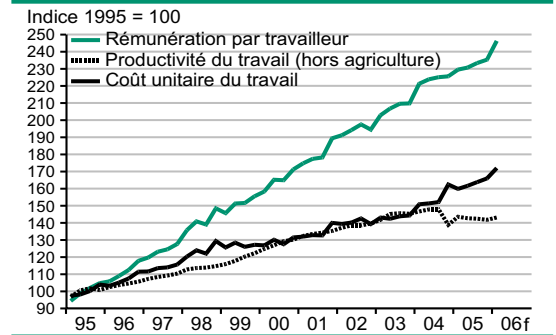
Une intégration du cône austral toujours timide

Le marché sud-africain reste de taille modeste. Ainsi, éloigné des grands marchés et pour réaliser des économies d'échelle, le pays s'est engagé dans l'intégration régionale. Malgré la proximité géographique, les accords commerciaux n'ont pas suffi à stimuler les échanges commerciaux dans la zone d'Afrique australe.

La faiblesse du commerce intrarégional...

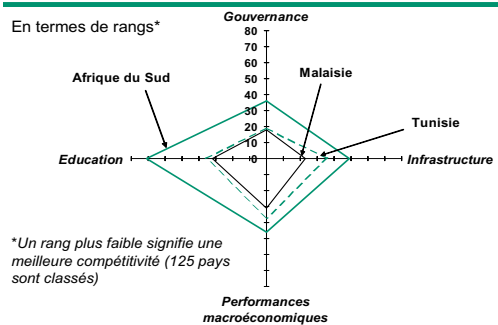
L'idée de l'intégration régionale en Afrique australe est ancienne puisque qu'elle remonte à 1910 avec la

Augmentation des coûts unitaires du travail



Graphique 14 Sources : DataInsight, SARB, BNP Paribas

Indice de compétitivité



Graphique 15 Source : World Economic Forum, BNP Paribas

création d'une union douanière, la SACU (*Southern Africa Customs Union*) réunissant le Botswana, le Lesotho, la Namibie, le Swaziland (dits "les BLNS") et l'Afrique du Sud. Cette dernière a rejoint la SADC (*Southern African Development Community*) en 1994. Deux années plus tard, un protocole de commerce était signé, visant l'élimination progressive des obstacles aux échanges de biens, de capitaux, de la main-d'oeuvre et des services dans une zone comptant actuellement quatorze pays (voir figure, page 13). Jusqu'à présent la SADC n'a pas été en mesure de concrétiser son ambitieux programme de développement économique.

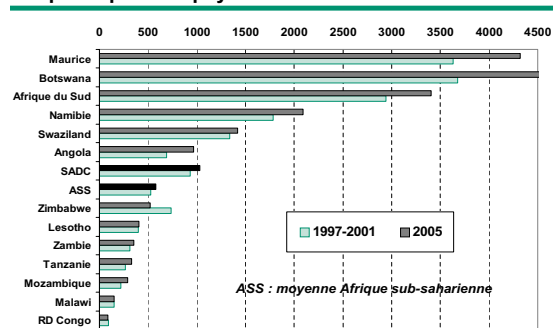
Davantage né d'un compromis politique plutôt que des forces de marché, le processus d'intégration régionale de la SADC reste lent. Les échanges

commerciaux et les investissements intrazone augmentent peu. Ils sont déséquilibrés et asymétriques. En dépit de la baisse des droits de douane, la structure du commerce (marqués par une faible diversification⁽¹⁶⁾, la plupart des pays de la région conservent leur traditionnel rôle d'exportateur de matières premières), les capacités de production limitées, les problèmes de communication et de transport, la lourdeur des procédures douanières, le manque d'informations sur les marchés ainsi que les structures financières peu développées entravent les échanges entre les économies de la zone. En 2004, le commerce intrarégional ne représentait que 10% du commerce des pays de la SADC contre 4% en 1970. L'Afrique du Sud – qui générait 72% du PIB de la zone en 2005 – représente plus de 85% du marché d'importation des BLNS alors que pour l'Afrique du Sud les pays de la SADC ne sont que des partenaires commerciaux marginaux (10% de ses exportations et 2% de ses importations en 2005).

... expliquée par l'hétérogénéité des pays et des considérations politiques

Le succès d'une intégration régionale dépend de la convergence macroéconomique des pays. En 2005, certains connaissaient des niveaux d'inflation très préoccupants (Zimbabwe, 240%), un déficit courant qui se creuse (Lesotho, 15% du PIB), des réserves de changes insuffisantes (Namibie, 1,8 mois de couverture d'importations ; la République démocratique du Congo, RDC, 0,6 mois ; le Zimbabwe, 0,5 mois) ou encore un déficit budgétaire qui se détériore (plus de 5% du PIB à Madagascar et au Mozambique). De plus, les pays de la zone se caractérisent par l'hétérogénéité de leur développement socioéconomique. En 2005, le PIB par tête du Botswana était 60 fois plus élevé que celui de la RDC. L'instabilité politique et les problèmes de gouvernance, de même, expliqueraient la faiblesse de l'intégration régionale. La sécurité est encore fragile en Angola, qui se relève d'une longue guerre civile ; la RDC a été dévastée par des guerres civiles ; le Zimbabwe s'enfonce dans une crise économique et sociopolitique depuis 2000.

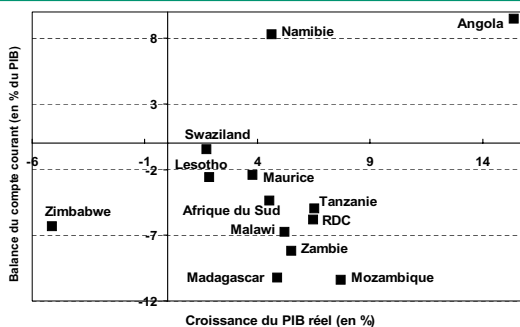
PIB per capita des pays de la SADC



Graphique 16

Source : FMI

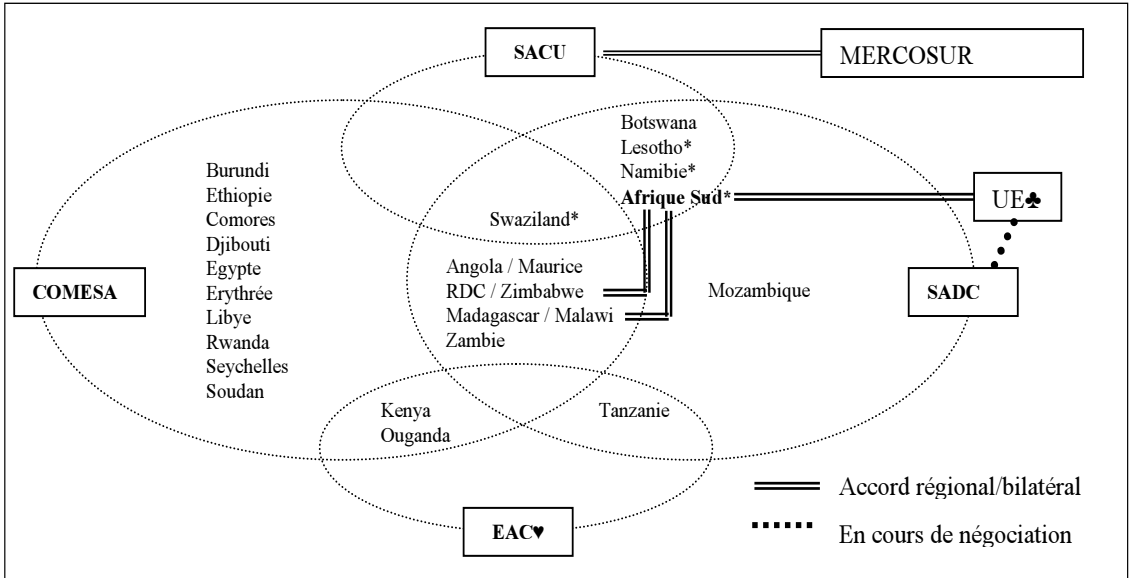
Disparité des performances macroéconomiques des pays de la SADC



Graphique 17 Source : BNP Paribas, moy. glissante 2004-06

Par ailleurs, la multiplicité des accords entre les pays de la zone australe ainsi qu'avec des tiers les rend non tenables, aussi bien politiquement qu'économiquement. Au regard des procédures de démantèlement des barrières douanières, certains accords sont incompatibles entre eux. La SADC et le COMESA (*Common Market for Eastern and Southern Africa*)⁽¹⁷⁾ ont envisagé, en 2001, de mettre en œuvre des droits de douane communs. Mais l'Afrique du Sud et l'Egypte (membre du COMESA) se montrent plus intéressés par le développement de leurs relations commerciales avec les pays du Nord affichant un potentiel plus attrayant. En 2008, tous les pays devront avoir choisi l'union douanière à laquelle ils souhaitent appartenir. L'Afrique du Sud a toujours refusé de rejoindre le COMESA ; le Lesotho, le Mozambique, la Tanzanie et la Namibie ont quitté le COMESA alors que les Seychelles se sont retirées de la SADC en 2004.

Figure 1 : Le chevauchement de quelques accords en Afrique de l'Est et australe (août 2006)



Sources : IMF, BNP Paribas *Les quatre pays constituent une union monétaire, Common Monetary Union (1969). ♥East African community (2002) a abouti à la mise en œuvre d'une union douanière en 2006. ♣ L'Union européenne et 7 pays de la SADC négocient un Accord de partenariat. La question est de savoir si l'Afrique du Sud va conserver son accord bilatéral avec l'UE sur le commerce et la coopération au développement ou si elle va rejoindre le groupe des 7 (depuis le début des négociations, la confusion règne à propos de la configuration géographique du groupe).

Entre incapacité et manque de volonté d'éliminer les barrières douanières, en raison de l'importance des recettes fiscales qu'elles représentent pour certains petits Etats⁽¹⁸⁾ et de la crainte d'une redistribution inégale des coûts et des gains de la régionalisation, les pays hésitent à aller plus loin dans l'intégration régionale. Les discussions quant à une plus grande convergence viennent, toutefois, d'être lancées entre l'EAC, le COMESA et la SADC et doivent être finalisées avant 2010, date d'entrée en vigueur du tarif extérieur commun de la SADC. En attendant, la question du potentiel d'accroissement des flux commerciaux pour l'Afrique du Sud au sein de la région australe reste posée. Ainsi, contrairement aux pays d'Europe de l'Est et d'Asie du Sud-Est, l'Afrique du Sud n'est actuellement pas adossée à un grand espace régional qui pourrait jouer le rôle de "locomotive" et faciliter la montée en gamme de ses exportations et ainsi tirer la croissance.

Conclusion : Une nouvelle décennie de challenges pour l'Afrique du Sud

La récente accélération de la croissance, en s'accompagnant de signes de surchauffe (tensions inflationnistes et dégradation des comptes courants), risque de n'être que provisoire et ne constituera probablement pas une transition pour une croissance potentielle plus élevée, au moins à court terme. La croissance potentielle est bridée par un faible niveau d'épargne (qui contraint l'investissement privé), une pénurie de main-d'œuvre qualifiée, les rigidités du marché du travail, l'insuffisance d'infrastructures et, en général, par un environnement des affaires encore peu attractif qui contraint la compétitivité sud-africaine. Selon le World Economic Forum, le pays a perdu cinq places et se positionne au 45^e rang en 2006 en termes de compétitivité globale (125 pays sont classés). Les prévisionnistes tablent sur une croissance qui reste soutenue (de l'ordre de 4-5%) à court terme, exacerbant la surchauffe sans résoudre les problèmes socioéconomiques.

Les autorités, après s'être concentrées sur le retour à la stabilité macroéconomique sur la décennie post apartheid, semblent s'atteler dorénavant à créer les conditions favorables pour atteindre une croissance plus forte (de l'ordre de 6%), créatrice d'emplois, qui ne peut être accomplie par les seules forces du marché. Annoncée en février 2006, l'ASGI-SA (*Accelerated and Shared Growth Initiative for South Africa*) se présente comme une série d'initiatives ciblées sur des secteurs d'activités identifiés, tels que le tourisme ou les activités commerciales qui peuvent être délocalisées ou externalisées (*Business Process Outsourcing*). Ainsi, à bien des égards, l'ASGI-SA est la perpétuation du projet GEAR (*Growth, Employment and redistribution Program*) lancé en 1996, avec un volet éducation et formation accentué, une esquisse de politique industrielle à préciser et une réactivation d'un programme d'investissements publics. Même si le pays dispose des capacités d'action, les objectifs fixés par le gouvernement ne seront pas aisés à atteindre, du fait de la complexité des problèmes structurels qui prendront du temps à se résorber, auxquels s'ajoute l'impact encore difficile à évaluer du sida. De plus, se pose la question du financement de cette ambitieuse stratégie. En effet, l'ASGI-SA suppose une nette accélération des investissements. Dans quelle mesure l'investissement public peut-il compenser l'investissement privé sans remettre en cause les équilibres macroéconomiques ? La pression sur les ressources domestiques peut-elle conduire à un resserrement de la politique monétaire et à un effet d'éviction ? Le risque social est actuellement contenu. Mais, après la démocratisation politique, il faudra assurer la promotion de la population noire. Sinon, des tensions sociales sont possibles, pouvant remettre en cause le pacte social et la soutenabilité du modèle sud-africain à long terme.

Achévé de rédiger le 3 octobre 2006

gaëlle.letilly@bnpparibas.com

NOTES

- (1) Politique prônant la domination de la population blanche et la ségrégation raciale.
- (2) Malgré les tensions internes à l'ANC, l'hégémonie de l'alliance n'est pas menacée. Elle est un gage de stabilité. Les prochaines élections présidentielles auront lieu en 2009. Dans son choix d'un successeur, il est probable que le président Mbeki veillera à assurer la poursuite de la politique menée depuis dix ans.
- (3) Les agences de ratings Standard&Poors et Moody's ont relevé leurs notes de risque sur l'Afrique du Sud en 2005.
- (4) Les crédits privés ont augmenté de 24% en glissement annuel en juin 2006. L'endettement des ménages s'élevait à 68% du revenu disponible des ménages au 1er trimestre 2006 (contre 50% en 2002). Même si cet endettement est actuellement soutenable (le service de la dette représentait environ 14% du revenu disponible fin 2005), il est vulnérable à la richesse des ménages et donc à un retournement du prix de leurs actifs. Le ratio des créances douteuses est resté satisfaisant en 2005 (1,8% du total des créances contre 1,5% en 2004).
- (5) Depuis 1990, le PIB per capita PPA augmente moins rapidement en Afrique du Sud que dans des pays à niveau comparable de développement économique. Néanmoins, en 2005, il était quasiment équivalent à celui de la Pologne.
- (6) L'UNAIDS estime que, sur près de 47 millions d'habitants en 2005, 5,5 millions vivaient avec le VIH – soit 12% de la population – contre 5,3 millions en 2003. En 2004, près d'une femme sur trois fréquentant des services de soins prénatals était séropositive, et les tendances établies dans le temps indiquent une progression de la prévalence du VIH (Ministère de la Santé d'Afrique du Sud, 2005).
- (7) La production potentielle reflète les contraintes d'offre sur l'emploi et le capital. A partir du moment où les déterminants des facteurs de production se modifient, le taux de croissance potentielle d'une économie peut varier.
- (8) Les modèles reposent sur l'évaluation d'une fonction de production de type Cobb-Douglas et l'historique des taux d'utilisation des facteurs de production (qui incluent alors les rigidités institutionnelles du passé qui n'auront plus forcément cours dans le futur). Ils utilisent le stock de capital existant et non le stock de capital potentiel, limitant la capacité de l'économie à s'étendre au-delà des contraintes du marché du travail. Ainsi, la croissance potentielle pourrait malgré tout être plus élevée que ces 3% à court et moyen terme.
- (9) Arora (2006), "Economic growth in Post-Apartheid South Africa: A growth accounting analysis" in *In Post-Apartheid South Africa: The first ten years*, IMD et Du Toit, Van Eyden et Ground (2006), "Does SA have the potential and capacity to grow at 7 per cent: a labour market perspective", University of Pretoria, WP 2006-03.
- (10) Les investissements qui se sont dirigés vers les secteurs des biens échangeables représentent environ 5% du PIB. Voir Jeffrey Frankel, Ben Smit and Federico Sturzenegger (Septembre 2006), "South Africa: Macroeconomic challenges after a decade of success", CID at Harvard University, WP N° 133.
- (11) Investissements directs ex-nihilo.
- (12) Ratio de "hot money" est égal à (investissements de portefeuille+dette de court terme)/réserves de changes.
- (13) Source: Article IV du FMI, Afrique du Sud, septembre 2005 (Country Report N. 03/346). L'étude analyse l'évolution des parts de marché des 15 principaux produits d'exportations sud-africains. Les pierres précieuses, les métaux ferreux et non ferreux ainsi que les armes et les munitions sont exclus des biens manufacturés.
- (14) Goldstein, Pinaud, Reisen et Chen (2006), "The rise of China and India. What's in it for Africa", OCDE.
- (15) En 2004-05, le coût total du travail par tête dans l'industrie textile sud-africaine représentait 24% du coût américain, contre 8% en Thaïlande et 14% au Mexique (Werner International).
- (16) En 2005, trois produits concentraient 99,9% des exportations angolaises, environ 80% de celles de la Namibie et du Botswana et 70% des exportations de la RDC et du Malawi. Les indices de complémentarité ont été calculés par Khandelwal (2004), "COMESA and SADC : Prospects and challenges for regional trade integration", FMI WP/04/227.
- (17) Le COMESA, institué en 1982, compte 20 membres en 2006 (l'Afrique du Sud n'appartient pas à ce groupe). La mise en place d'une union douanière entre les pays signataires a été de nouveau reportée en 2006.
- (18) Les droits de douane représentent 50% des revenus budgétaires du Lesotho et du Swaziland.

Direction des Etudes Economiques

economic-research.bnpparibas.com

Philippe d'ARVISENET Chef Economiste	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
<u>ECONOMIES OCDE</u>		
Philippe d'ARVISENET	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
Eric VERGNAUD Questions structurelles, prévisions	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
Caroline NEWHOUSE-COHEN Conjoncture Pays	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ETATS-UNIS, CANADA Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	jean-marc.lucas@bnpparibas.com
JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ZONE EURO, ELARGISSEMENT UE Clemente De Lucia	01.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
FRANCE, MARCHE DU TRAVAIL ZONE EURO Mathieu KAISER	01.55.77.71.89	mathieu.kaiser@bnpparibas.com
ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, FINANCES PUBLIQUES Eric VERGNAUD	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
EUROPE DU SUD, MARCHE FINANCIER UNIQUE Marion GIRARD-VASSEUR	01.42.98.44.24	marion.girard-vasseur@bnpparibas.com
ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
<u>ECONOMIE BANCAIRE</u>		
Van NGUYEN THE Responsable	01.43.16.95.54	van.nguyenthe@bnpparibas.com
Laurent QUIGNON	01.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
<u>RISQUES PAYS</u>		
Guy LONGUEVILLE Responsable	01.43.16.95.40	guy.longueville@bnpparibas.com
François FAURE Flux de capitaux vers les pays émergents Bulgarie, Roumanie, Turquie	01.42.98.79.82	francois.faure@bnpparibas.com
ASIE Delphine CAVALIER	01.43.16.95.41	delphine.cavalier@bnpparibas.com
Alexandre VINCENT	01.43.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com
AMERIQUE LATINE Christine PELTIER	01.42.98.26.77	christine.peltier@bnpparibas.com
Bérénice PICCIOTTO	01.42.98.74.26	berenice.picciotto@bnpparibas.com
AFRIQUE Stéphane ALBY	01.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
Gaëlle LETILLY	01.42.98.56.27	gaelle.letilly@bnpparibas.com
EUROPE DE L'EST Jean-Loïc GUIEZE	01.42.98.43.86	jeanloic.guieze@bnpparibas.com
RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES Tatiana ESANU	01.42.98.48.45	tatiana.esanu@bnpparibas.com
MOYEN-ORIENT – SCORING Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	pascal.deviaux@bnpparibas.com

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture - Taux - Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **Finances publiques dans la zone euro.** Cette publication paraît chaque trimestre.
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque lundi).

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez contacter notre secrétariat :
Chantal CAZES : +33 (0)1 42 98 58 91 - chantal.cazes@bnpparibas.com

La revue Conjoncture reflète l'opinion des Etudes Economiques de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après "BNP Paribas"), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véacité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) et des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority ("FSA") pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmise à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.

© BNP Paribas (2004). Tous droits réservés

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP Paribas

Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 Paris

Tél. : +33 (0)1 42 98 12 34 - Internet : www.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Michel Pébereau

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA - Dépôt légal : Octobre 2006

ISSN : 0338-9162 - Copyright BNP Paribas

