



## **BAROMÈTRE ÉCONOMIQUE DE PLURICONSEIL**

14 mai 2014

Enquête réalisée par PluriConseil du 5 au 8 mai 2014 auprès d'un échantillon représentatif de 30 analystes économiques et financiers.

## ANALYSE

### **La neutralité monétaire**

**Par Eric NG PING CHEUN**

Le prix Nobel d'économie Sir John Hicks affirmait que celui qui maîtrise l'économie monétaire comprend tout le fonctionnement de l'économie. Pour le paraphraser, on dira que celui qui conçoit bien le taux d'intérêt peut énoncer clairement les principes de l'économie monétaire.

Quand un économiste parle de taux d'intérêt nominal, il se réfère au taux de croissance des sommes déposées sur les comptes d'épargne. Le taux d'intérêt réel, c'est le taux d'intérêt nominal corrigé des effets de l'inflation. Et comme l'écrit un grand macroéconomiste de l'Université de Harvard, Gregory Mankiw, "le taux d'intérêt réel vous indique le taux de croissance du pouvoir d'achat de vos dépôts sur vos livrets d'épargne". Il n'est nul question ici de l'épargne en bourse, dans des plans de pension ou dans des polices d'assurance.

L'intérêt n'est pas un robinet monétaire qu'on ouvre pour pomper l'économie, et qu'on ferme lorsque les prix dérapent : c'est le fameux compromis entre croissance et inflation dont on nous rabat les oreilles à chaque réunion du comité de politique monétaire. L'intérêt est plutôt une mesure de l'épargne accumulée dans l'économie. L'intérêt est censé être élevé quand la consommation fait baisser l'épargne, ce qui est le cas actuellement, comme en témoigne notre déficit du compte courant. L'intérêt sera bas si l'épargne est générée au détriment de la consommation pour financer de nouveaux investissements, lesquels développeront des produits qui seront consommés dans le futur. Le taux d'intérêt n'est pas monétaire, mais temporel : il exprime le rapport entre la consommation actuelle et la consommation future (l'épargne actuelle).

Le taux d'intérêt à l'épargne demeure inférieur au taux d'inflation courant. Des taux d'intérêt réels négatifs indiquent que l'inflation érode le pouvoir d'achat de l'épargne plus fortement que ne l'augmente le paiement des intérêts nominaux. Il en est ainsi même si l'on prend en compte l'inflation future, qui est un produit de l'inflation courante, des anticipations inflationnistes et de l'écart de production (*output gap*). Celui-ci s'est rétréci, puisque le Fonds monétaire international estime notre croissance potentielle à environ 4,0%, soit proche de la croissance réelle de 3,7% prévue par Statistics Mauritius pour l'année 2014.

Selon MCB Focus, notre croissance potentielle était entre 5,5% et 6,0% avant la crise de 2008, et ce, grâce aux réformes économiques initiées en 2006. La diminution inquiétante de notre croissance potentielle peut être expliquée par le vieillissement de la population (notre croissance démographique a chuté à 0,2% par an en 2013 !), au manque d'investissement dans notre capital humain et à la sous-utilisation de notre main-d'oeuvre. On attend du ministère des Finances de

nouvelles réformes structurelles susceptibles de rehausser notre croissance potentielle. La Banque de Maurice (BoM), elle, doit surveiller la baisse de capacité de notre économie, car cela dictera les pressions inflationnistes futures.

Une autre raison de la hausse des anticipations inflationnistes, c'est l'excès de liquidités sur le marché monétaire. On n'a jamais prétendu que l'excès de liquidités agit sur l'inflation courante : il est, en fait, une menace potentielle au regard de l'inflation future. Le manque de volonté des banques de prêter et le désir croissant de thésauriser face à des rendements trop faibles peuvent anéantir les efforts des autorités d'éponger les liquidités excédentaires.

On ne peut pas dire que l'économie va bien et en même temps s'accommoder de taux d'intérêt réels négatifs qui sont un remède à la stagnation économique. La chute de la productivité peut expliquer le niveau très bas des taux réels. Mais alors, l'effet d'une relance par la politique monétaire est réduit. De plus, le lourd endettement des firmes et des ménages ainsi que la perte de confiance des consommateurs rendent ces agents moins réactifs au taux d'intérêt.

Les banques centrales ne déterminent pas les taux d'intérêt réels de long terme, mais les taux d'intérêt nominaux de court terme. Ainsi, malgré le maintien du taux repo, les rendements de nos obligations de long terme augmentent. Mais la BoM veut une normalisation du taux d'intérêt pour rendre la politique monétaire neutre, c'est-à-dire ni expansionniste ni restrictive. Où se situe la neutralité ?

En 1898, l'économiste suédois Knut Wicksell introduisit le taux d'intérêt "naturel" qui équilibre l'offre et la demande de capital avec l'inflation stable et l'écart de production nul. Ce sont les déviations par rapport au taux naturel qui sont responsables des fluctuations économiques et de la volatilité des prix. A ce taux naturel, l'investissement désiré doit être égal à l'épargne désirée. Chez nous, comme l'épargne nationale reste largement inférieure à l'investissement global (un *resource gap* de 8,4% du PIB en 2013), on est dans une situation expansionniste où le taux d'intérêt est en dessous du taux naturel.

Aussi, en règle générale, on prend le taux tendanciel de la croissance nominale du PIB comme le taux d'intérêt neutre. Si l'on calculait la croissance annualisée des dix dernières années, celui-ci serait de 8,9%. C'est un taux supérieur à la moyenne pondérée du taux à l'emprunt qui était de 8,12% en mars 2014.

Pour estimer le taux neutre, la BoM utilise la règle de Taylor et trouve qu'il est bien au-dessus du taux repo. Cependant, par rapport au taux à l'emprunt, le taux neutre suivant cette règle serait légèrement moins élevé. De l'autre côté, il est très largement supérieur au taux à l'épargne dont la moyenne pondérée est de 3,18%. Or la neutralité monétaire ne peut pas être asymétrique entre les emprunteurs et les épargnants : elle exige le juste milieu.

**([www.pluriconseil.com](http://www.pluriconseil.com))**

1) Selon vous, l'inflation domestique d'ici à la fin de l'année...

|                                |     |
|--------------------------------|-----|
| Ne suscitera pas d'inquiétudes | 33% |
| Ne laissera pas indifférent    | 57% |
| Sera une menace réelle         | 10% |

### **L'inflation nous interpellera**

Un tiers des analystes ne voient aucune inquiétude sur le front des prix d'ici à la fin de l'année. Selon eux, les prix à l'importation demeurent stables, et l'inflation domestique est sous contrôle. Mais pour la majorité des répondants, celle-ci ne laissera pas indifférent et sera même une menace réelle pour les gens de la classe moyenne. Un taux d'inflation de 4% à 5% n'est pas un objectif raisonnable pour un pays à revenu intermédiaire élevé comme Maurice, qui devrait plutôt viser les 3%. L'inflation reste donc un problème.

2) Pour vous, la persistance du taux d'intérêt réel négatif...

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| N'est pas un problème pour l'économie | 7%  |
| Est un problème économique mineur     | 43% |
| Est dangereuse pour l'économie        | 50% |

### **Un danger pour l'économie**

Le taux d'intérêt réel, soit le taux d'intérêt déflaté du taux d'inflation, demeure négatif depuis un bon bout de temps. Cette situation est bel et bien un problème économique, certes mineur pour 43% de répondants, mais dangereux pour un analyste sur deux. Cela peut conduire à des bulles dans le secteur immobilier et sur le marché boursier. L'accroissement des créances douteuses dans la construction est un signe inquiétant. Déjà les dettes du secteur privé sont supérieures à 70% du produit intérieur brut, et un taux d'intérêt réel négatif n'incite ni au désendettement ni à l'épargne.

3) Quelle incitation positive comporte le niveau actuel du taux d'intérêt ?

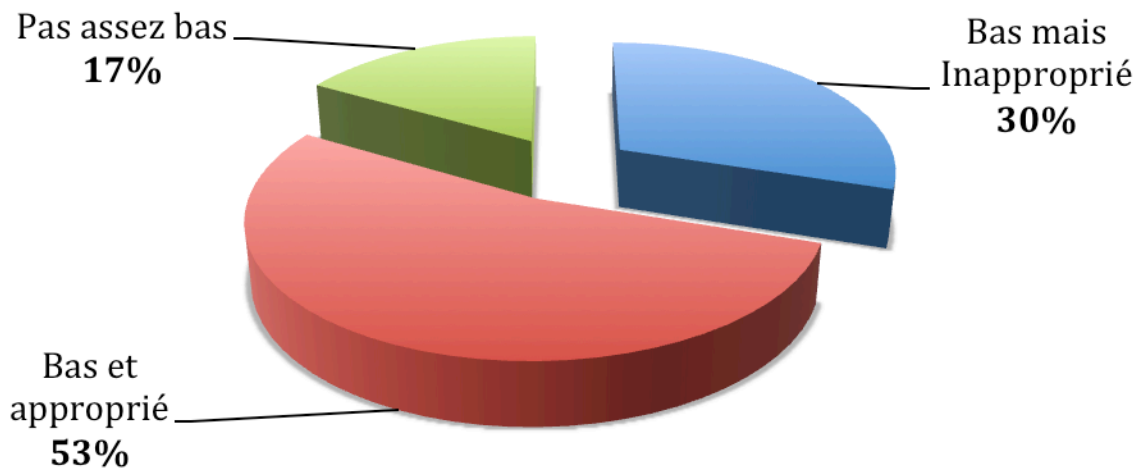
|                                     |     |
|-------------------------------------|-----|
| Il relance l'investissement privé   | 30% |
| Il favorise le désendettement privé | 7%  |
| Il encourage l'épargne privée       | 3%  |
| Il n'a pas d'effet incitatif        | 60% |

### **Le taux d'intérêt dépourvu d'effets**

Pour trois analystes sur cinq, le niveau actuel du taux d'intérêt ne relance pas l'investissement privé, ne favorise pas le désendettement privé et n'encourage pas l'épargne, celle des ménages et des entreprises. Selon un banquier, *"the current low interest rate environment is not a major criteria to invest as the private sector is adopting a wait and see attitude, for there is still not enough visibility"*. De toute façon, dira un gestionnaire de fonds, *"interest rate is not a major determinant of investment in Mauritius"*. Un bas taux d'intérêt, selon un économiste, conduit au *"malinvestment, not good investment"*.

4) Le niveau actuel du taux repo à 4,65% est...

### Le niveau actuel du taux repo



### Niveau approprié du taux repo

Pour 83% de spécialistes interrogés, le niveau actuel du taux repo à 4,65% est bas : 53% le trouvent approprié, mais 30% le voient inapproprié. Une nouvelle baisse du taux directeur entraînerait plus d'inconvénients que de bénéfices, mais une hausse de 50 points de base ne stimulerait pas l'épargne nationale. Selon un expert-comptable, "*small and medium enterprises are too dependent on debt financing*". Reste que le mécanisme de transmission monétaire ne fonctionne pas, d'où le fait que "*low interest rate has failed to boost investment*". Et puis, dira un économiste, "*our banks are too conservative and see SMEs as too risky*".

5) Quand pensez-vous le comité de politique monétaire votera pour une hausse du taux repo ?

|                             |     |
|-----------------------------|-----|
| Troisième trimestre de 2014 | 3%  |
| Quatrième trimestre de 2014 | 40% |
| Premier trimestre de 2015   | 27% |
| Après mars 2015             | 30% |

### **Resserrement monétaire pas avant 2015**

Malgré l'appel de la direction de la Banque de Maurice pour une "normalisation" rapide du taux d'intérêt, les membres externes du comité de politique monétaire trouvent encore prématurée une hausse du taux repo. Ayant été reconduits dans leur fonction pour une année supplémentaire, ils ne céderont pas sur leur position avant 2015, estiment 57% d'analystes. Le cas échéant, un économiste qualifie cela de *"political decision more than an economic one"* sur fond d'une guerre de tranchées entre le ministère des Finances et la banque centrale. En l'absence d'un *"proper inflation targeting framework"*, on vise la croissance bien que *"there is no trade-off between growth and inflation"*.



6) Selon vous, l'excès de liquidités sur le marché monétaire est en grande partie...

|   |     |
|---|-----|
| Un problème de financement externe du déficit budgétaire    | 27% |
| Un problème de manque de projets d'investissement           | 47% |
| Un problème de politique monétaire (taux d'intérêt, roupie) | 20% |
| Un problème hors de contrôle                                | 7%  |

### **Les causes réelles de l'excès de liquidités**

La grande majorité des analystes estiment que les causes de l'excès de liquidités ne sont pas monétaires. Il est dû en grande partie au manque de projets d'investissement et, à un degré moindre, au financement externe du déficit budgétaire. Dans ce cas, la solution ne peut pas venir de la Banque de Maurice... Mais celle-ci exigera-t-elle aux banques de ne pas prêter aux grands groupes dont elle s'inquiète du niveau d'endettement ? Quant au déficit budgétaire, il peut d'autant plus être financé localement que l'excès de liquidités fait actuellement tomber les rendements des titres à court terme...

7) Selon vous, les grands groupes économiques en général...

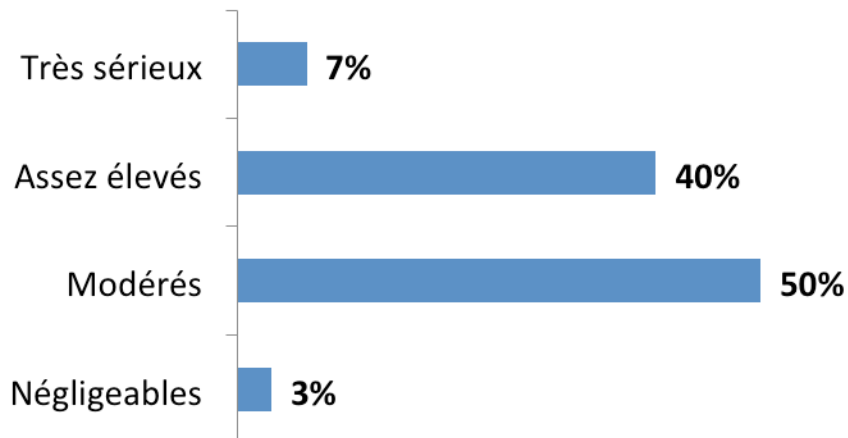
|   |     |
|---|-----|
| Ont une capacité d'autofinancement et de trésorerie | 20% |
| Sont très endettés mais capables d'emprunter        | 63% |
| Sont surendettés et incapables d'investir           | 17% |

### **Emprunter pour mieux s'endetter**

Selon la Banque de Maurice, les 17 plus grands groupes du pays ont des dettes de 70 milliards de roupies. S'ils sont très endettés, néanmoins ils sont toujours capables d'emprunter, selon 63% d'analystes. Ces derniers estiment que *"corporates can refinance debt through bonds or can raise equity"*. Dans la mesure où *"all large groups have a diversified portfolio"*, il faut regarder leur *"corporate performance"*, et non faire une *"sector analysis"*. Mais si l'on considère *"the net cash on the balance sheet and the free cash flow"*, on conclura que ces grands groupes sont surendettés et incapables d'investir.

8) Quelle est votre perception des risques futurs de l'endettement des entreprises sur la stabilité du système financier ?

### Les risques futurs sur la stabilité financière



### La stabilité financière sous surveillance

Un analyste sur deux perçoit les risques futurs de l'endettement des entreprises sur la stabilité du système financier comme étant modérés. Mais 47% de répondants craignent qu'ils soient assez élevés, voire très sérieux. C'est surtout la structure d'endettement des groupes hôteliers qui poserait problème. S'ils ne dégagent pas suffisamment de trésorerie dans deux ou trois ans, cela pourra avoir une répercussion sur la stabilité financière. Sinon, on est rassuré que les grandes firmes ont "*strong asset-backing*" et que "*from the recent listings and corporate issuances, investors are on the look-out for projects to invest in*".

Enquête réalisée par PluriConseil du 5 au 8 mai 2014 auprès d'un échantillon représentatif de 30 analystes économiques et financiers.

**PluriConseil Ltd**

*Business Registration number:* C08052270

*Managing Director:* Eric Ng Ping Cheun

*Address:* 38, Aldrin Street, Pointe aux Sables, Mauritius

*Telephone:* +230 2136719

*Fax:* +230 2342761

*E-mail:* pluriconseil@orange.mu

*Website:* www.pluriconseil.com

Any part of this document shall not be published, reproduced or transmitted, in any form or by any means, to a third party, without the prior written permission of PluriConseil Ltd, the Copyright holder.

The information contained in this document have been arrived at from sources which PluriConseil Ltd believed to be reliable and in good faith, but no representation or warranty expressed or implied is made as to their accuracy, completeness or correctness.

The opinions contained in this document are published for the assistance of recipients, but PluriConseil Ltd accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document and its contents.