



BAROMÈTRE ÉCONOMIQUE DE PLURICONSEIL

15 mars 2017

Enquête réalisée par PluriConseil du 6 au 8 mars 2017 auprès d'un échantillon représentatif de 30 analystes économiques et financiers.

ANALYSE

La finance de l'ombre

Par Eric NG PING CHEUN

Le 7 février dernier, la Banque de Maurice (BoM) émit un avis public pour dire que « *only a bank duly licensed by the Bank of Mauritius may make use of the word 'bank'* ». Qui était visé par cette mise en garde si inattendue ? Personne ne pouvait le dire. Mais trois semaines plus tard, un article de presse fit éclater l'affaire Alvaro Sobrinho, révélant les dessous de l'octroi du premier permis de banque d'investissement par la Financial Services Commission (FSC). Suffit-il qu'une société n'utilise pas le mot banque dans son nom pour qu'elle puisse exercer une activité bancaire parallèle, hors du champ de la BoM ? Car « *investment banking* » est bien « *shadow banking* », qu'on surnomme la finance de l'ombre. Et il ne manque pas de zones d'ombre autour du mystérieux investisseur angolais.

Utilisée pour la première fois en 2007 par l'économiste Paul McCulley pour décrire un phénomène bien américain qu'est la transformation des crédits hypothécaires en titres, l'appellation *shadow banking* désigne les établissements financiers non bancaires qui pratiquent la transformation des échéances. Tout comme les banques commerciales qui mobilisent des dépôts pour financer des prêts à plus long terme, les banques parallèles empruntent des fonds à court terme sur le marché monétaire pour acheter des actifs à plus longue échéance. Ces dernières ne peuvent toutefois pas emprunter en urgence à la Banque centrale, puisqu'elles ne sont pas soumises à la réglementation bancaire. Elles ne prennent pas des dépôts des particuliers mais ont recours au financement de marché (*wholesale funding*), à des fonds de plusieurs investisseurs disposés à prêter à court terme.

Ainsi donc, l'activité bancaire parallèle assure la fonction première d'une banque, qui est l'intermédiation du crédit (prendre l'argent des épargnants pour le donner aux emprunteurs). Trois autres aspects de celle-ci sont la transformation des liquidités (utiliser des engagements liquides pour acheter des actifs plus difficiles à écouler), l'effet de levier (emprunter de l'argent pour acheter des actifs fixes) et le transfert du risque de crédit (prendre le risque de défaut d'un emprunteur et le transférer à une tierce partie).

De fait, l'activité de banque parallèle est similaire à l'activité de banque de dépôt en ce sens qu'elle transforme échéance et risque. En d'autres mots, les banques parallèles accordent du crédit comme les banques traditionnelles. Pour cette raison, on ne comprend pas pourquoi les banques parallèles ne peuvent pas tomber sous la coupe de la Banque centrale sous prétexte qu'elles ne sont pas autorisées à accepter des dépôts. Elles ont pourtant joué un rôle essentiel dans le déroulement de la crise financière de 2008. N'a-t-on rien appris à Maurice ?

Cherchant à reprendre ses billes dans la saga Alvaro Sobrinho, la Banque de Maurice écrit que « *the Bank agreed that Investment Banking Licensing be transferred to the Financial Services Commission, provided that such activity does not entail deposit taking* ». Sous Rundheersing Bheenick, la BoM aurait exigé la supervision de toutes les activités bancaires indistinctement. Par ailleurs, l'ancien gouverneur avait proposé de fusionner la BoM et la FSC, mais ses détracteurs y voyaient à tort une manœuvre pouvoiriste, voire une tentative de protéger le groupe BAI. Pour avoir accusé celui-ci d'être « *involved in shadow banking* », l'actuel gouverneur Ramesh Basant Roi devrait remettre au goût du jour cette idée de fusion.

Car c'est le meilleur moyen de mettre le secteur financier à l'abri des ingérences politiques. En matière de régulation, la BoM est réputée pour sa rigueur objective tandis que la FSC est connue pour sa légèreté, si ce n'est pour sa fermeté sélective. Contrairement à la Bank of Mauritius Tower, où l'on respire le professionnalisme, la FSC House ressemble à une pépinière de jeunes diplômés. Il est ainsi moins difficile pour les décideurs politiques de mettre au pas la direction de la FSC. L'austérité affichée par la BoM envers le monde des affaires n'est pas une raison pour que le gouvernement donne à la FSC des pouvoirs qui auraient dû revenir à la Banque centrale.

Cette dernière est aussi accommodante du pouvoir politique. Cependant, il doit exercer beaucoup de pressions sur elle avant qu'elle se résigne à publier un communiqué qui fait le jeu de ses maîtres politiques. C'est ce qui explique le démenti tardif de la BoM au sujet de l'Angolais. Reste à savoir si un haut officiel de la Banque de Maurice a partagé un repas avec Alvaro Sobrinho, la Présidente de la République et un membre du gouvernement. Tout soupçon de relations incestueuses au sommet de l'Etat entache la réputation du secteur financier.

Comme pour confirmer la proximité des politiques avec des hommes d'affaires, le Premier ministre adjoint a choisi de rencontrer le personnage controversé dont il se fait l'avocat. Alors qu'une enquête de la FSC sur ce dernier était toujours en cours, il a raté une occasion de se taire. De surcroît, il bénit les milliards que compte investir l'Angolais ici.

A l'image des banques parallèles et de leur nébuleuse de mystère (absence de transparence et d'information sur la valeur ou la nature de leurs actifs, et opacité de leur gouvernance et de leurs structures d'actionnariat), Alvaro Sobrinho entretient une dose d'obscurité. Il travaille dans le flou et charrie des données disparates et incomplètes que les autorités ont du mal à assembler. S'il évite la presse écrite, c'est qu'il a quelque chose à craindre. Des questions sans réponse, c'est justement le lot de la finance de l'ombre.

(www.pluriconseil.com)

1) Quel est l'impact de l'affaire Alvaro Sobrinho sur l'image internationale du secteur financier de Maurice ?

L'impact de l'affaire Alvaro Sobrinho sur l'image du secteur financier

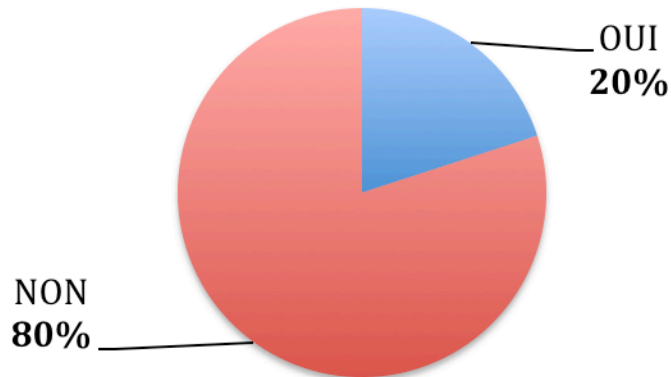


L'image internationale de Maurice affectée

Dans une interview de presse datée du 3 mars 2017, le nouveau ministre des services financiers déclarait que l'affaire Alvaro Sobrinho « affecte l'image de notre secteur des services financiers au niveau international ». Effectivement, les personnes interrogées estiment que l'impact est moyen (40%), voire élevé (37%). Pour un économiste, « *the credibility of the authorities might have been undermined by developments linked to this matter* ». En revanche, certains relativisent les choses, soulignant que « *such things are the normality in a financial centre* », et que « *the City of London has more scandals* ». En tout cas, un scandale efface un autre, et « *nobody cares, only self-interest prevails* ».

2) Estimez-vous que la Financial Services Commission a bien fait son travail avant d'octroyer quatre permis à Alvaro Sobrinho ?

La FSC a-t-elle bien fait son travail ?



Le régulateur financier sur la sellette

La Financial Services Commission récuse toute maldonne dans son processus d'accorder quatre permis à Alvaro Sobrinho. Mais quatre sondés sur cinq sont d'avis qu'elle n'a pas bien fait son travail, qui est d'effectuer une recherche fondamentale en matière de Know Your Client. Certes, les sociétés de l'Angolais n'ont pas été autorisées à commencer leurs opérations avant de répondre à toutes les requêtes de la Commission. Mais « *the real question is: did the FSC have a say?* ». Elle a dû subir des « *pressures from higher authorities* », et le problème est que « *the FSC does not have the level of independence of the Bank of Mauritius, not even of what is expected of a regulator* ». Elle est perçue comme « *a tick-the-box institution with bad governance* ».

3) Quelle est votre perception du niveau d'intervention politique dans le fonctionnement de la Financial Services Commission ?

Intervention discrétionnaire	80%
Intervention limitée	20%
Aucune intervention	0%

Dangereuse mainmise politique

Celui qui fut ministre des services financiers quand la Financial Services Commission accorda des permis à Alvaro Sobrinho nie une quelconque interférence ministérielle dans cette décision. Mais la perception est différente : tous les répondants soupçonnent que le fonctionnement de la Commission est entaché d'intervention politique. Celle-ci serait discrétionnaire, selon quatre analystes sur cinq. Est dangereuse même une intervention limitée où « *politics intervenes only in certain specific cases* ». Si « *the regulator must align with policymaking* », on ne saurait avoir une FSC « *politically compromised that can sign anything* ». Est-ce pour des raisons politiques que « *inspection of FSC licences is often done on an arbitrary basis* », et que « *some FSC board members seem to have a potential conflict of interest* » ?

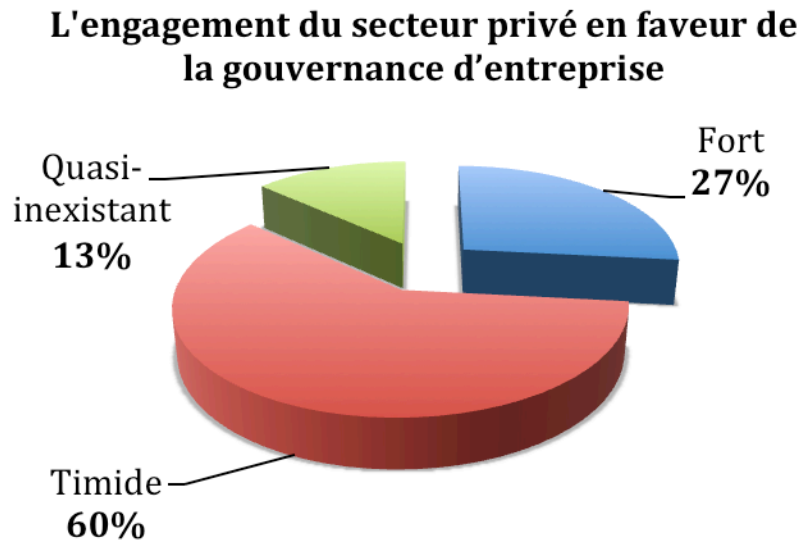
4) Quelle est pour vous la juste valeur du titre New Mauritius Hotels ?

Rs 30 ou plus	23%
Rs 26 à Rs 29	27%
Rs 22 à Rs 25	33%
Moins de Rs 22	17%

La valeur subjective du juste prix

ENL Land et Rogers proposent de racheter les actions de New Mauritius Hotels à Rs 21, alors que le cabinet d'audit KPMG évalue le titre à Rs 30,96. Seulement 17% des sondés estiment la juste valeur (*fair value*) de NMH à moins de Rs 22, et 23% la considère à Rs 30 ou plus. Les premiers pensent que « *the equity markets determine the true value of any share* », les seconds que « *book value and quoted price always differ* ». Pour un consultant en investissement, « *much depends on the Moroccan operations, and an impairment should reduce the valuation* ». Et devant « *a tendency to overvalue by adjusting down the discount rate* », alors que « *valuation is an art* », un analyste se demande si Swan avait un « *investment case* » pour acheter à Rs 29, vu que NMH n'a pas déclaré des dividendes ces dernières années.

5) Comment voyez-vous l'engagement en général du secteur privé en faveur de la gouvernance d'entreprise ?



La bonne gouvernance au bout des lèvres

Des porte-parole du secteur privé parlent beaucoup de gouvernance d'entreprise, mais trois sondés sur cinq y voient un engagement timide des firmes, et 13% la trouvent quasiment inexistante. Le fait demeure que « *board appointments at several companies are questionable, and there is a lack of truly independent directors* ». Un analyste fait ressortir « *how difficult to buy unlisted shares and to get the listed companies to pay more dividends* ». Ces sociétés font de « *corporate governance only when it suits them* », mais ne la pratiqueront pas « *so long as the majority shareholders control more than 50% of shares* ». Un banquier observe, lui, « *more and more engagement from the listed companies* », mais reste à savoir si l'action suit l'engagement.

6) Dans quelle mesure le corridor aérien Asie-Afrique est-il favorable à notre secteur touristique ?

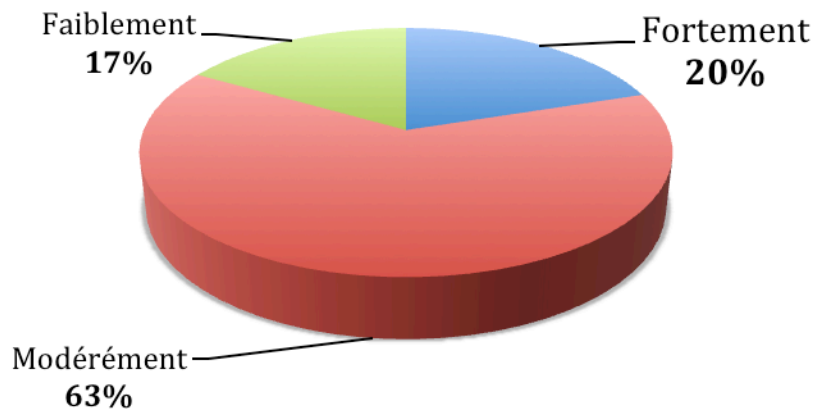
Très Favorable	13%
Assez Favorable	50%
Peu Favorable	37%

Demi-succès du corridor aérien

Le brusque retrait d’AirAsia est venu susciter des interrogations sur l’utilité du corridor aérien Asie-Afrique du point de vue touristique. Un sondé sur deux trouve cette stratégie assez favorable à notre industrie touristique, la compagnie aérienne ayant rapporté 10 000 touristes supplémentaires selon un conseiller du Bureau du Premier ministre. Cependant, sur l’axe africain, « *the ferocious competition from all airliners in Africa, especially Ethiopian Airlines, will make it very challenging for the corridor* ». D’ailleurs, « *if a Chinese businessman or tourist wants to go to Africa, he will catch a more direct airline and route* ». S’il accepte de faire un escale, il choisira de passer par Hong Kong pour voyager sur South African Airways, ou par Dubaï sur Emirates.

7) De quelle manière la construction relancera-t-elle l'économie mauricienne en 2017 ?

La relance de l'économie par la construction



L'effet modéré de la construction

Selon *Statistics Mauritius*, la construction enregistrera une croissance de 7% en 2017 après une croissance zéro en 2016. Le gouvernement compte beaucoup sur ce secteur comme « *much needed boost to the economy* ». Selon un économiste, « *the construction sector is likely to benefit from an upturn in private investment, notably within the residential segment, as well as from public infrastructure projects, notwithstanding implementations delays being observed* ». Toutefois, 63% d'analystes affirment que la construction ne relancera que modérément l'activité économique. Cette industrie en elle-même « ne génère pas beaucoup de valeur ajoutée » et « ne crée pas des emplois sur le long terme ». Et « *while government spending will certainly be a catalyst, our industry captains will not invest in the present political climate* ».

8) Quel taux d'inflation prévoyez-vous pour l'année 2017 ?

Supérieur à 2,5%	33%
2,0% à 2,5%	67%
Inférieur à 2,0%	0%

Résurgence de l'inflation

A la suite de la hausse des prix des carburants, la Banque de Maurice prévoit un taux d'inflation (*headline inflation*) de 2,5% pour l'année 2017, contre 1,0% en 2016. L'inflation ne restera définitivement pas en dessous de 2,0%. Deux tiers des sondés anticipent le même taux que la Banque centrale. Mais il existe le risque que le dollar américain s'apprécie davantage, sans compter que « *fuel and food prices are expected to increase further in 2017* ». Sauf que « *people feel insecure in this political climate and will be extremely careful* », et donc, « *consumer consumption will be restrained, thus counterbalancing any petrol price increase* ».

Enquête réalisée par PluriConseil du 6 au 8 mars 2017 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, 11128, Mauritius

Telephone: +230 2866719

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.