



BAROMÈTRE ÉCONOMIQUE DE PLURICONSEIL

15 mai 2013

Enquête réalisée par PluriConseil du 6 au 8 mai 2013 auprès d'un échantillon représentatif de 30 analystes économiques et financiers.

ANALYSE

Le piège du ciblage

Par Eric NG PING CHEUN

Lors de leur dernière réunion, les membres du comité de politique monétaire ont suggéré de considérer à l'avenir "*the merits and demerits of different targets for monetary policy*". Ils ont pris note que "*nominal GDP targeting was a possible framework*". Ils doivent sans doute se pâmer devant les résultats du présent baromètre indiquant que 43% d'analystes expriment un intérêt à une politique de ciblage du produit intérieur brut (PIB) nominal. Mais il convient de bien saisir ce concept avant d'envisager de l'appliquer.

Actuellement, la cible la plus désirée par la plupart des banques centrales est l'inflation. D'autres cibles peuvent aussi être utilisées, tels le PIB nominal, la masse monétaire ou le taux de change. Si on adopte ce dernier, on sera dans un régime de change fixe, ce qui n'est pas le meilleur ancrage nominal à la politique monétaire. L'agrégat M2, lui, peut être une bonne variable si l'on arrive à prédire la vitesse de circulation de la monnaie. Selon les données de la Banque de Maurice (BoM), cette vitesse est plus ou moins constante ici. Il faut donc s'intéresser à la masse monétaire au même titre que l'inflation ou le PIB nominal.

L'adoption d'une de ces trois cibles comme variable domestique présuppose des changes flexibles. Or Maurice a un régime de flottement impur (*managed floating*), c'est-à-dire que sa banque centrale intervient de temps à autre sur le marché des changes. On se souvient de cet industriel textile qui disait qu'il aurait préféré des changes... fixes ! Alors, ceux qui pensent qu'une politique de ciblage du PIB nominal favoriserait les exportateurs devraient revoir leur copie.

Car il ne faut pas confondre objectif (*goal*) et cible (*target*). Avoir un objectif de croissance est une chose, avoir le PIB nominal en tant que cible de la politique monétaire est une autre chose. Nous voulons tous obtenir plus de croissance et moins d'inflation : ce sont des objectifs. Il existe plusieurs instruments pour les réaliser : la libéralisation des marchés, l'ouverture commerciale, la flexibilité du travail, l'alignement des salaires sur la productivité, l'efficacité des services publics, la politique fiscale et la politique monétaire, entre autres. De son côté, la politique de ciblage du PIB nominal prétend pouvoir atteindre ces objectifs par le seul moyen du taux d'intérêt.

Des analystes croient qu'un ciblage du PIB nominal vise seulement la croissance économique (celle du PIB réel) et néglige l'inflation. En fait, une telle politique est une autre manière de parvenir à un objectif d'inflation désiré. Il s'agit toutefois ici de l'inflation mesurée par le *GDP deflator*, qui est un indice des prix plus large que le *Consumer Price Index* (CPI), celui-ci étant choisi par la politique de ciblage de l'inflation (*inflation targeting*). Le taux de croissance du déflateur du

PIB est généralement plus faible que celui du CPI, car le poids des importations est moindre. Dans ce cas, l'objectif d'inflation désiré sera tout aussi modéré.

Tout part de celui-ci et des prévisions sur la croissance réelle de l'économie. On sait que le PIB nominal est la somme du PIB réel et de l'inflation. Admettons que les autorités prévoient une croissance annuelle de 5% du PIB réel au cours des dix prochaines années. C'est en tenant compte de l'objectif d'inflation désiré que la BoM va chiffrer la cible du PIB nominal. Si c'est une inflation de 3%, la BoM devra faire en sorte que le PIB nominal continue de croître de 8% par an. Mais rien ne garantit que la croissance réelle de l'économie sera de 5% si jamais l'inflation s'avère supérieure à 3%.

Au demeurant, nos autorités sont-elles capables de faire correctement des prévisions, ne serait-ce que sur une échelle d'un an ? La BoM dit s'attendre à une croissance économique de 3,4% à 3,9% pour 2013, ce qu'a validé le comité de politique monétaire. Une si large fourchette des taux de croissance, de la part d'une institution qui a pourtant toutes les données statistiques en main, témoigne de la difficulté à estimer le rythme de la production nationale. Sans compter que différentes organisations avancent des estimations de croissance les unes plus éloignées que les autres : 4,0% pour le ministère des Finances, 3,7% pour le Fonds monétaire international, 3,5% pour *Statistics Mauritius* et 3,2% pour la Mauritius Commercial Bank. Dans ces conditions, une politique de ciblage du PIB nominal faite dans l'à-peu-près pourrait être désastreuse.

Cette approche souligne le rôle important des anticipations (*expectations*), ce que personne ne niera. Toute décision économique est prise dans le présent alors que ses résultats s'obtiennent dans le futur. Mais il faut bien comprendre la nature des anticipations qui affectent les décisions d'investissement.

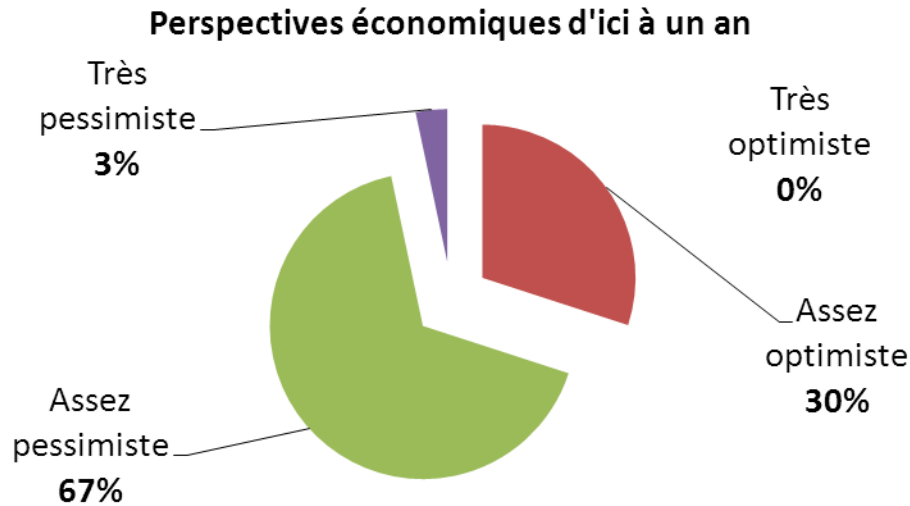
Les anticipations ne sont pas des entités universelles, monolithiques et autonomes. Elles sont façonnées par les objectifs de la personne, par son expérience à essayer de les réaliser et par sa capacité entrepreneuriale. Or la profession des économistes ne peut pas savoir le contenu de ces anticipations ni comment elles évoluent dans le temps. Dès lors, il serait fastidieux de supposer que les actions des investisseurs sont déterminées presque exclusivement par leurs anticipations sur les dépenses totales de l'économie, le PIB nominal.

Cet argument ignore que les récessions ne sont pas simplement le résultat d'une baisse de la demande agrégée. Elles sont plutôt la conséquence des erreurs entrepreneuriales. Il est possible pour des entrepreneurs de faire des bénéfices dans un environnement où les dépenses diminuent. Ce qui compte, ce n'est pas la demande agrégée, mais l'écart entre le prix du produit et les prix des facteurs de production. Aussi longtemps que les firmes identifient des projets pour lesquels cet écart est positif, l'économie va croître.

Maurice n'est pas en récession, les dépenses nominales étant en hausse. Mais des opérateurs ont une impression contraire en raison de leurs erreurs d'investissement. Une politique monétaire ne saurait les prendre pour cible.

(www.pluriconseil.com)

1) Sur les perspectives économiques d'ici à un an (mai 2014), êtes-vous...



RAPPEL

	Sep-12	Jan-13	Fév-13	Mar-13	Avr-13
Très optimiste	0%	0%	0%	0%	0%
Assez optimiste	17%	34%	40%	40%	43%
Assez pessimiste	73%	63%	57%	60%	57%
Très pessimiste	10%	3%	3%	0%	0%

L'optimisme chute lourdement

Les quatre premiers mois de l'année ont vu une progression notable du taux d'optimisme, celui-ci frôlant 43% en avril. Mais il perd 13 points de pourcentage ce mois-ci, tant il est vrai qu'il y a eu "*lots of negative press against the current government*". Alors que la zone euro s'enfonce dans la récession, provoquant une baisse du taux directeur de la Banque centrale européenne, la "résilience mauricienne" semble atteindre ses limites avec notre "*sub-optimal reform agenda*". Si sept analystes sur dix sont pessimistes sur nos perspectives économiques d'ici à mai 2014, c'est aussi parce que "*investment is not very promising, tourism is not looking up and demand is low for other sectors*".

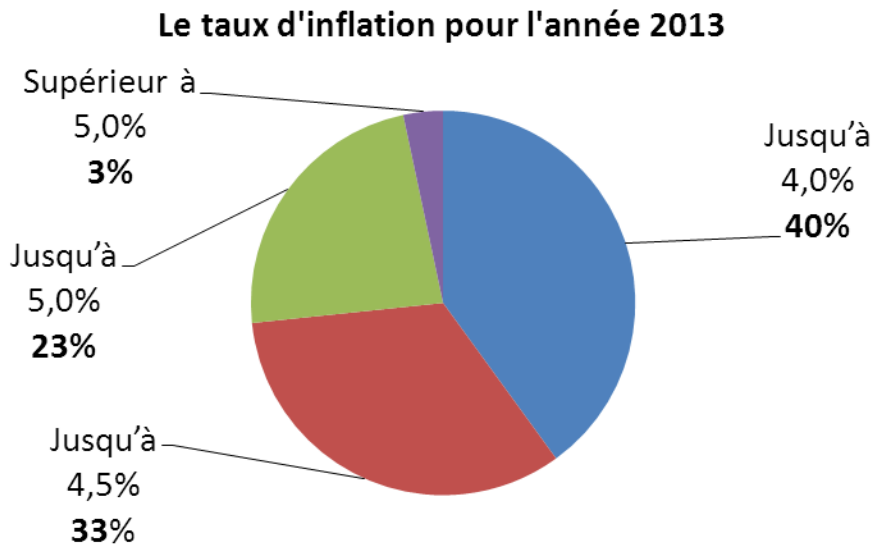
2) Quelles sont vos estimations du taux de croissance et du taux de chômage pour l'année 2013 ?

Estimation du taux de croissance pour 2013		Estimation du taux de chômage pour 2013	
3,5% ou plus	7%	8,4% ou plus	40%
3,3% à 3,4%	47%	8,2% à 8,3%	57%
3,2% ou moins	47%	8,1% ou moins	3%

Grosses craintes sur l'emploi

Lors du dernier baromètre, 23% des personnes interrogées envisageaient une croissance économique de 3,2% ou moins pour l'année 2013, et 20% craignaient un chômage de 8,4% ou plus. Désormais, ces craintes sont partagées par deux fois plus d'analystes (47% sur la croissance, 40% sur le chômage). La détérioration de la situation de l'emploi sera due à une *“reduced demand causing business closures and new entrants on the labour market”*. Avec la crise qui continue de sévir en Europe, *“dampened economic activity levels should compound the impact of lingering labour market imperfections”*.

3) Quelle est votre prévision du taux d'inflation pour l'année 2013 ?



L'inflation moyenne jusqu'à 4,5%

Avec le nouveau panier de biens et services utilisé par *Statistics Mauritius* pour déterminer l'indice des prix à la consommation, le taux d'inflation moyen en glissement annuel (*headline inflation*) a été calculé à 3,6% en avril, soit le même qu'en février et mars. Ils sont maintenant 73% d'analystes, contre 63% le mois dernier, à dire que l'inflation pour l'année 2013 ne sera pas supérieure à 4,5%. Cela dépendra largement du comportement de la roupie vis-à-vis du dollar. En outre, ce qui pourrait engendrer des pressions inflationnistes dans les mois à venir, ce sont des "*prominent commodity price shocks abroad and higher-than-expected increases in the prices of administered products*".

4) Quelle cible pour la politique monétaire serait appropriée pour l'économie mauricienne ?

<i>Inflation targeting</i>	37%
<i>Nominal GDP targeting</i>	43%
Ni l'une ni l'autre	20%

Le ciblage divise les analystes

La grande majorité des répondants sont en faveur d'une cible pour la politique monétaire, 43% préférant le produit intérieur brut (PIB) nominal, et 37% le taux d'inflation. La question se porte sur la faisabilité d'une politique de ciblage, et non sur un objectif de croissance ou d'inflation. Il ne peut donc pas y avoir un "équilibre" entre deux politiques de ciblage. Il s'agit plutôt de savoir si la politique monétaire sera plus efficace en prenant une variable comme cible. Parmi les 20% qui ne sont pas pour une politique de ciblage, un économiste déclare que *"any explicit targeting approach should be treated with a very cautious mindset, given the specificities and complexities of the Mauritian economy. A nominal GDP targeting could be contemplated if it can be confidently ascertained that inflation expectations are well anchored within the economy."*

5) Quelle évolution des principales devises par rapport à la roupie prévoyez-vous d'ici à trois mois (août 2013) ?

	Dollar par rapport à la roupie	Euro par rapport à la roupie	Livre par rapport à la roupie
Tendance à s'apprécier	60%	13%	20%
Tendance à se déprécier	3%	40%	17%
Plus ou moins stable	37%	47%	63%

Le billet vert toujours prisé

Depuis notre dernier baromètre, le dollar s'est légèrement déprécié vis-à-vis de la roupie. Mais trois analystes sur cinq prévoient un raffermissement de la monnaie américaine durant les trois prochains mois. Inversement, pour deux répondants sur cinq, l'euro aura tendance à s'affaiblir et sera vendu à moins de Rs 40,50. Selon un gestionnaire de fonds, *"the rupee is bound to depreciate on account of structural weaknesses, specially the mounting current account deficit"*. A court terme, les mouvements des trois devises sont dictés par les interventions des autorités pour contenir l'appréciation de leur monnaie respective.

6) Quel type de placement local vous semble le plus favorable en ce moment ?

Actions boursières locales	13%
Obligations publiques	10%
Dépôts bancaires en roupies	13%
Devises étrangères	7%
Marché immobilier	37%
Fonds d'investissement collectifs	20%

RAPPEL

	Sep-12	Jan-13	Fév-13	Mar-13	Avr-13
Actions boursières	13%	27%	27%	33%	33%
Obligations publiques	7%	3%	7%	7%	13%
Dépôts en roupies	10%	7%	7%	3%	7%
Devises étrangères	17%	10%	7%	3%	3%
Marché immobilier	33%	37%	27%	27%	20%
Fonds d'investissement	20%	17%	27%	27%	23%

What goes up comes down

Pendant deux mois, les actions boursières locales ont caracolé en tête du classement des placements. Maintenant que le marché est à un haut niveau, avec un ratio cours-bénéfices qui s'est détérioré à plus de 17, seulement 13% d'analystes misent sur les actions locales. Elles ont le même attrait que les dépôts bancaires en roupies, mais moins que les fonds d'investissement collectifs. C'est le placement immobilier qui reprend la barre avec une progression mensuelle de 17 points de pourcentage. Du fait que le marché immobilier local a connu un ralentissement, il pourrait y avoir des opportunités intéressantes de temps à autre.

7) Quel titre au sein du SEM-7 a le plus fort potentiel de valorisation boursière d'ici à six mois ?

Alteo	20%
Bramer Banking Corporation	3%
ENL Land	7%
Mauritius Commercial Bank	43%
New Mauritius Hotels	3%
State Bank of Mauritius	17%
Terra Mauricia	7%

RAPPEL

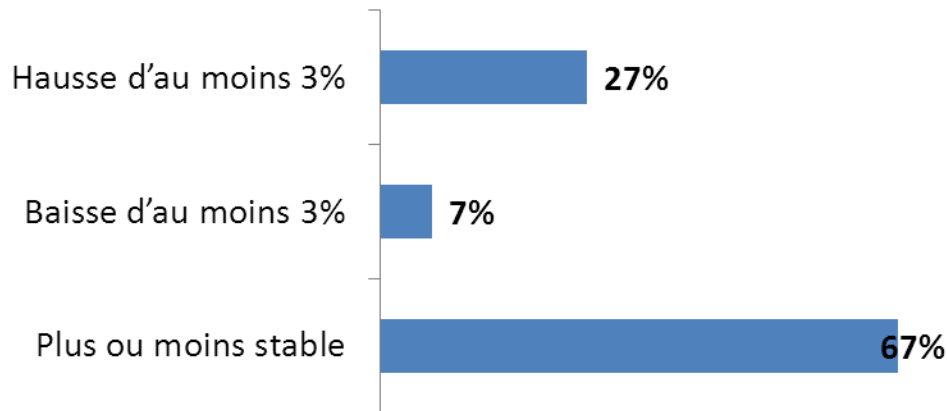
	Jan-13	Fév-13	Mar-13	Avr-13
Alteo	13%	20%	10%	10%
Bramer Banking Corporation	3%	3%	3%	3%
ENL Land	3%	3%	3%	10%
Mauritius Commercial Bank	33%	47%	40%	37%
New Mauritius Hotels	20%	3%	10%	10%
State Bank of Mauritius	23%	13%	30%	20%
Terra Mauricia	3%	10%	3%	10%

Alteo revient à la charge

Délaissé par nos analystes ces deux derniers mois, le titre Alteo retourne à son niveau d'estime de février, soit à 20%. C'est que le cours de la valeur a gagné 16% la semaine dernière pour atteindre son plus haut niveau à Rs 38. La compagnie a très peu de dettes, un rendement du flux de trésorerie disponible de 4% et beaucoup de terrains à exploiter. Elle augmentera massivement sa production en Tanzanie et, comme les barrières tarifaires en Afrique de l'Est vont tomber l'année prochaine, elle pourra exporter vers le Kenya sans droits de douane. Toutefois, la baisse continue du prix mondial du sucre pénalise les opérations tanzaniennes.

8) Quelle orientation du Semdex prévoyez-vous d'ici à six mois (novembre 2013) ?

Le Semdex d'ici à six mois



RAPPEL

	Sep-12	Jan-13	Fév-13	Mar-13	Avr-13
Hausse d'au moins 3%	3%	23%	37%	47%	33%
Baisse d'au moins 3%	37%	7%	7%	10%	3%
Plus ou moins stable	60%	70%	57%	43%	63%

Vers une stabilisation de la Bourse

Le solde d'opinion positif entre hausse et baisse du Semdex, qui était de 30 points de pourcentage en avril, baisse à 20 points ce mois-ci. D'ailleurs, deux tiers des répondants estiment que l'indice général de la Bourse de Port Louis restera plus ou moins stable durant les six prochains mois. Actuellement, la liquidité, les sentiments optimistes à la corbeille et les achats du *National Pension Fund* poussent le marché à la hausse. Mais *"risk will increase afterwards once yields bottom out and people realize that economic growth is weaker than expected"*. Et *"should the majority of listed companies report below expectation results for the quarter ended March 2013"*, le Semdex reculerait.

PluriConseil Ltd

Business Registration number: C08052270

Managing Director: Eric Ng Ping Cheun

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

Telephone: +230 2948800

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.