



Le blog d'Eric Ng Ping Cheun

Publié dans l'express du 28 mars 2012

Un mal pour un bien

Après avoir donné la parole exclusivement aux partisans d'une détente monétaire juste avant la réunion du comité de politique monétaire, un quotidien qualifia de "*décision surprise*" la réduction de 50 points de base du taux repo. Il y a nul doute une majorité silencieuse qui a été prise au dépourvu par l'amplitude de cette baisse. La minorité tapageuse, elle satisfaite, s'est fait fort de souligner une "roupie forte", une "inflation acceptable" et un "déficit commercial record".

Pris dans leur ensemble, les arguments mis en avant par la cavalerie de la dévaluation monétaire sonnent faux. Comment réduire le déficit commercial par un allègement du taux d'intérêt, qui incite à la consommation, alors que nous importons ce que nous consommons ? Dans quel sens serait raisonnable un taux d'inflation qui reste très supérieur à la rémunération de l'épargne ? A quel point une monnaie serait-elle surévaluée dans un environnement de taux d'intérêt réel négatif ? Dans quelle mesure une diminution annuelle de 32% du *foreign direct investment* (FDI) ferait-elle apprécier la roupie ? En quoi les entrées de capitaux affecteraient-elles l'économie réelle lorsque la croissance annuelle de la masse monétaire a chuté à 4,6% en 2011 ?

Les hussards de la dévaluation ont du mal à choisir leur angle d'attaque face aux flux de capitaux étrangers. Les uns trouvent que ceux-ci sont attirés par le niveau élevé des taux d'intérêt domestiques. Les autres affirment pourtant que la roupie forte n'encourage pas le FDI. Les derniers veulent, au contraire, décourager les entrées de capitaux, mais ils ne se soucient guère de l'épargne locale.

Mettons un peu de clarté dans ce maquis d'incohérences. Le retour attendu d'un investissement étranger est calculé en termes de la monnaie du pays de l'investisseur, et non de la monnaie locale. Ce qui intéresse ce dernier, ce sont les bénéfices qui seront rapatriés en devises, et ils seront plus élevés avec une roupie qui s'apprécie. Si l'étranger est dans une activité d'exportation, le problème de roupie forte ne se pose qu'au niveau des dépenses locales.

Dans les années 1960, les Pays-Bas découvrirent d'énormes dépôts de gaz naturel en mer du Nord. A la suite d'entrées massives de devises, la monnaie hollandaise, le florin, prenait de la valeur, ce qui provoquait une perte de compétitivité des exportations non pétrolières du pays. En 1977, *The Economist* appela ce syndrome "*Dutch disease*". Bien qu'il soit généralement associé à la découverte de ressources naturelles, on dit que Maurice a attrapé le "mal hollandais", conséquence d'une forte hausse du FDI et de l'aide étrangère.

Ainsi, les ressources (capital et travail) seraient réorientées de la production des biens échangeables vers celle des biens intérieurs non échangeables. Mais est-ce une maladie ? Un recul du secteur des exportations traditionnelles peut représenter l'adaptation de l'économie à une nouvelle source de croissance et à une augmentation structurelle de la demande domestique. Temporaire ou permanent, le surplus de rentrées doit inciter le gouvernement à diversifier les exportations, à investir dans le recyclage des travailleurs, à améliorer les infrastructures pour le développement du commerce et à stimuler la productivité dans le secteur des biens non échangeables (par des restructurations ou des privatisations). Il faut prendre le mal hollandais pour un bien.

Un faux procès

On définit le taux de change réel comme le ratio entre les prix domestiques des biens et services et les prix étrangers : quand les prix intérieurs augmentent relativement aux prix extérieurs, le taux de change réel monte. Dans un régime de change flexible, de fortes entrées de capitaux font apprécier le taux de change nominal, et donc le taux réel, dans la mesure où les gens vendent des devises pour acheter de la monnaie locale, relevant ainsi son prix.

Cependant, l'influence des capitaux étrangers sur le raffermissement de la roupie n'est pas aussi évidente qu'on pourrait croire. D'abord, contrairement à l'impression que donnent les médias, l'inflation ne baisse pas du jour au lendemain : tant que celle-ci reste élevée, le taux de change réel va s'apprécier. Cette appréciation peut donc se faire sans l'aide des capitaux étrangers.

Ensuite, les investissements directs étrangers causent moins d'appréciation réelle de la monnaie que les investissements dans les actions ou les obligations. Les seconds étant bien moindres que les premiers à Maurice, il serait exagéré de parler de "hot money". Dans le cas des FDI, qui sont beaucoup plus stables, celui qui investit doit importer les équipements et les matières nécessaires à son entreprise. Comme les capitaux entrants sortent pour payer les importations, le taux de change réel est peu affecté au final.

C'est pourquoi certains font un faux procès contre l'investissement étranger dans l'immobilier en l'accusant d'être le grand responsable de la roupie forte. Ce secteur dépend, bien plus que d'autres industries, des produits fabriqués à l'étranger, depuis l'amont (la construction) jusqu'à l'aval (le mobilier). Les projets sous *Integrated Resorts Scheme* tendent plutôt à faire déprécier la roupie !

Dans un rapport publié le 16 mars 2012, l'agence de notation Moody's annonce son intention de relever la notation de Maurice précisément parce que "*the country's ability to continue to attract FDI and develop new sectors to diversify the economy and reduce external vulnerability will be the key to maintaining its favourable external metrics*". Au lieu de songer à les contrôler par une taxe, le pays doit continuer à attirer des capitaux afin de développer son économie.

Publié dans l'express du 21 mars 2012

Dévaluationnisme

C'est le mot à la mode : ajustement. On l'utilise à la place d'un terme qui est émotionnellement chargé : dévaluation. Mais c'est le taux directeur qu'a ajusté le comité de politique monétaire lundi dernier, accordant un répit aux exportateurs. Toutefois, certains sont trop endettés pour investir et créer des emplois. Ce qu'ils veulent vraiment, c'est que la roupie soit "ajustée".

Une baisse de 50 points de base n'entraînera pas un alignement de la roupie tel que souhaité par les dévaluationnistes. Ces derniers n'exigent pas seulement une plus importante détente du taux d'intérêt, mais aussi un large ajustement de la parité de la roupie. Donc, jouer sur le loyer de l'argent ne suffit pas pour affaiblir la roupie, il faut aussi manipuler directement la monnaie.

Imaginons un beau matin où nous nous réveillons en apprenant que la Banque de Maurice a, par voie d'une réglementation, obligé les banques à ajuster le taux de change du dollar américain à Rs 40 (33% de dévaluation) et celui de l'euro à Rs 60 (50% de dévaluation). Le pays, déjà malmené par des tensions politiques et sociales, sera cassé en deux. D'un côté, les exportateurs qui ont plus de revenus, les débiteurs qui voient leurs dettes se déprécier, et les employeurs qui accordent des salaires réels (défalqués de l'inflation) moins élevés. De l'autre côté, les importateurs qui payent plus cher leurs produits, les créiteurs qui gagnent moins sur leurs créances, et les salariés qui subissent une perte du pouvoir d'achat. Ainsi, la société consensuelle si indispensable à une île Maurice durable se brisera sur les murs d'une crise mondiale qui exige, au contraire, que la nation resserre les liens autour des projets fédérateurs.

Une dévaluation de la roupie aiderait les actionnaires des entreprises endettées au détriment de ceux dont l'épargne se trouve dans les dépôts bancaires, dans les obligations publiques et dans les polices d'assurance. On pourrait y voir la nécessité d'abaisser les coûts de production, notamment les salaires réels et les charges financières. Certes, une dévaluation monétaire allège le fardeau des dettes locales, mais elle accroît le remboursement de la dette extérieure du secteur public (Rs 38 milliards) ainsi que celui des emprunts étrangers contractés par nos banques (Rs 110 milliards).

Nous ne vivons plus au temps des années 70 et 80 où le gouvernement pouvait maintenir les travailleurs dans l'illusion monétaire. Ces derniers, au bout de trente années d'inflation continue, ont appris à distinguer le salaire nominal du salaire réel. Ils ne se laisseront pas tromper par une chute du pouvoir d'achat de la roupie, d'où le risque d'effets significatifs de second tour sur les salaires.

Faut-il REER ?

Une politique de dévaluation a pour objectif d'éliminer un prétendu "déséquilibre fondamental" entre les niveaux de prix domestique et international. Pour cela, les économistes ont recours au *Real Effective Exchange Rate* (REER) qui détermine si la monnaie est surévaluée ou sous-évaluée. Le taux de change effectif réel est

la moyenne des taux de change réels bilatéraux entre le pays et chacun de ses partenaires commerciaux, pondérée par les parts de marché respectives de chaque partenaire. Le Fonds monétaire international (FMI) estime que le REER de la roupie s'est déprécié de 4,6% en 2009, mais s'est apprécié de 3,2% en 2010 et de 5,7% en 2011, soit une nette appréciation de 4% sur trois ans. Le FMI conclut que *"the real exchange rate is broadly in line with fundamentals"*.

Le concept de REER doit être traité avec circonspection. D'abord, une variation de 5,7% n'est pas conséquente si l'on tient compte de la marge d'erreur. Au siècle dernier, les fluctuations du REER dans les économies développées se maintenaient dans une fourchette de 30%. Puis, il est normal qu'à Maurice, le REER manifeste une grande volatilité à court terme, car les prix sont rigides à la baisse tandis que le taux de change nominal est flexible.

Ensuite, les écarts de REER ne prouvent pas nécessairement qu'il existe un désalignement fondamental de la monnaie. Les coûts de transport, les tarifs douaniers, la politique budgétaire, le niveau de développement du secteur financier et les préférences des consommateurs peuvent faire varier le REER d'une monnaie correctement alignée. Un autre facteur tient aux progrès technologiques qui réduisent les coûts de production dans la fabrication des biens faisant l'objet d'échanges.

Enfin, il y a le secteur des biens non échangeables, qui approvisionne les résidents intérieurs et inclut le commerce de détail, les services, les bâtiments et les travaux publics. N'étant pas soumis à la concurrence internationale, leurs prix ont tendance à augmenter par rapport à ceux des biens échangeables, un phénomène qu'on observe à Maurice. Comme les biens non échangeables pèsent assez lourd dans le panier national des produits, l'indice des prix à la consommation du pays s'accroît relativement à celui du panier international des produits, avec pour résultat que le REER du pays tend à s'apprécier : c'est l'effet Balassa-Samuelson qu'on voit surtout dans les pays en développement.

Le FMI tient compte de tous ces paramètres pour calculer le point d'équilibre du REER. Néanmoins, les gens vont rire du REER si l'on prétend déterminer la réalité économique par l'application de méthodes statistiques. Le seul axiome scientifiquement valable en économie est que l'individu agit de manière résolue et consciente. Ainsi, si des Mauriciens continuent de conserver leurs devises, c'est qu'ils ne croient pas encore à la "roupie forte", mais plutôt à la dépréciation future de la roupie. Ils seront les gagnants d'une dévaluation.

Publié dans l'express du 7 mars 2012

L'actionnariat mixte

Le 23 février dernier, le ministre des Finances annonça un “*partenaire stratégique*” pour la *Development Bank of Mauritius* (DBM) bientôt. Nulle mention n'est faite d'une privatisation, mais déjà certains s'élèvent contre la vente des entreprises publiques à des investisseurs privés. C'est une parade bien connue : dès qu'on tente de privatiser un canard boiteux parmi tant d'autres, on brandit un épouvantail imaginaire pour faire croire que l'Etat braderait le service public.

Quand l'Etat cède une partie de ses actions dans une compagnie à une entité privée, ce n'est pas une privatisation. Celle-ci n'a lieu que lorsque tous les droits de propriété sont transférés à des personnes privées. C'est la meilleure solution pour l'économie si l'on veut que la future *Micro, Small and Medium Enterprise Bank* ne devienne pas une autre DBM.

Au cas où le gouvernement déciderait de s'associer à un partenaire privé pour réorganiser la Banque de développement, cela ne résoudrait pas les problèmes d'inefficience et de mal gouvernance. Un partenariat public-privé, au mieux allégerait le fardeau de l'Etat, au pire introduirait un système de responsabilité floue et confuse. Ce n'est pas ainsi qu'on arriverait à changer cette culture de la DBM selon laquelle personne n'est responsable de quoi que ce soit. La gestion efficace d'une entreprise n'est possible que si ses employés sont responsables et maîtres des décisions qui les concernent. C'est là tout le sens d'une politique de privatisation : remettre l'Etat à sa place et rendre pouvoirs et responsabilités aux individus.

Par ailleurs, une banque qui a plus d'un milliard de roupies de créances douteuses a une très faible valeur marchande. Ce sera encore plus dramatique si ses fonds propres sont négatifs. Quoi qu'il en soit, pour pouvoir attirer un nouvel associé, il faudra épurer le bilan de la DBM de ses actifs pourris en les transférant à une société de défaisance.

Aucune personne privée ne serait intéressée à être un actionnaire minoritaire d'une banque contrôlée par l'Etat, sauf peut-être de détenir une part d'actions significative. L'autre possibilité est que la majorité de l'actionnariat revient à l'associé privé. Dans les deux cas, il restera toujours un surnombre d'organismes publics oeuvrant dans le secteur des petites et moyennes entreprises (PME) et absorbant des ressources humaines, financières et infrastructurelles qui auraient pu être mieux utilisées autrement.

De plus, une compagnie à l'actionnariat mixte aura du mal à minimiser les coûts du contrôle des gestionnaires par les propriétaires, l'asymétrie de l'information et l'aléa moral. Ces problèmes-là sont conflictuels surtout dans une banque, mettant mal à l'aise le régulateur. La différence avec le secteur privé, c'est qu'une entreprise publique corrige rarement ses erreurs de gestion ou de stratégie aussi longtemps qu'elle est financée par l'argent des contribuables.

L'expérience malheureuse de l'ex-*First City Bank* (FCB) devrait nous servir de leçon. Les premières années d'existence de la FCB furent ternies par des tiraillements entre un associé privé influent avec 40% des actions et le représentant de l'actionnaire majoritaire, la DBM. L'instabilité s'est incrustée dans l'organisation au point de créer deux clans opposés parmi le personnel. Le gouvernement a été bien inspiré de vendre totalement la FCB.

Déjà présent dans la *State Bank of Mauritius* et la *Mauritius Post and Cooperative Bank*, l'Etat n'a pas besoin d'une troisième banque commerciale pour faire appliquer sa politique en faveur des PME. D'une part, les fonds budgétaires créés à l'intention des PME, comme le *Mauritius Business Growth Scheme*, peuvent être pilotés par une simple agence étatique, telle la SMEDA. D'autre part, un retrait de l'Etat de la DBM constituera une aubaine pour les banques commerciales qui veulent capter le marché des PME. Les banques seront alors en mesure de prêter à bon escient les trois milliards de roupies mises à la disposition des PME. Pour que la concurrence entre les banques joue pleinement, l'Etat doit observer la neutralité.

La destruction de valeur

On entend parfois dire que "la DBM n'est pas supposée faire des profits". Voilà un terme dont l'ambiguïté est aussi dangereuse que l'irresponsabilité qui caractérise la plupart de nos entreprises publiques. La DBM est une compagnie, pas un régulateur, mais même la Banque de Maurice doit générer des surplus.

Une entreprise publique mal gérée fait supporter à l'Etat, c'est-à-dire aux contribuables, un déficit. Celui-ci signifie que l'activité de l'entreprise détruit des richesses, la valeur de ce qu'elle produit étant inférieure à la valeur de ce qu'elle absorbe. Elle ne peut subsister qu'en prélevant sur la valeur créée par les autres.

L'entreprise publique peut rapporter des bénéfices, mais il arrive qu'ils soient détournés sous forme de salaires élevés, d'absentéisme toléré, d'horaires plus souples, de moindre effort, de plus de routine, d'embauches injustifiées, d'achats inutiles, de bureaux confortables et de voyages superflus. L'entreprise publique, qui est censée éviter l'attribution des profits à des personnes du secteur privé, aboutit à la captation des profits par des individus non moins privés. Ces derniers ne sont pas récompensés pour leur aptitude à créer des richesses, mais pour leur capacité à extraire le maximum de l'organisation.

Beaucoup de nos entreprises publiques, loin d'être des "*jewels of the crown*", passent par une profonde crise morale qui conduit à la destruction même des esprits. Elles feront acte de rédemption si elles placent l'intégrité au centre du pouvoir. Mais encore faut-il des hommes intègres qui acceptent de se mouiller.