



## Le blog d'Eric Ng Ping Cheun

**Publié dans l'express du 28 décembre 2011**

### **Un beau gâchis**

L'année qui s'achève est un bel exemple du tort que la politique politicienne peut faire à l'économie mauricienne. On croit parfois que celle-ci peut voler en pilotage automatique, quel que soit celui qui est aux commandes, un comptable, un avocat, un médecin ou un économiste. Ce n'est pas vrai, car il existe des différences de compréhension, d'appréciation et d'approche. Il ne suffit pas de garder le cap, de maintenir les grandes lignes tracées ces trente dernières années, pour que suive l'intendance : un ajustement stratégique, une déviation budgétaire, une réorientation fiscale peut indisposer les acteurs économiques.

L'imposition des plus-values immobilières et des dividendes a été une malheureuse expérience qui a coûté cher au pays : l'économie s'est affaiblie par manque d'investissement privé, avec pour corollaire que l'Etat a encaissé moins de revenus que prévu. En abolissant la taxe nationale sur les propriétés résidentielles, qui fut pourtant un symbole de l'égalité républicaine, et en enlevant partiellement la taxe sur les intérêts bancaires, l'ex-ministre des Finances Pravind Jugnauth ne pouvait que créer de nouveaux impôts. Il aura appris qu'une politique fiscale ne se résume pas à augmenter ou diminuer les impôts : elle est plutôt un choix politico-économique consistant à déplacer le poids de la fiscalité. Ainsi, imposer plus lourdement les investisseurs, c'est pénaliser l'investissement privé.

Le successeur de Jugnauth est venu rectifier le tir en allégeant la pression fiscale qui pesait sur les investisseurs. Le ministre Xavier-Luc Duval exonère d'impôt non seulement les plus-values immobilières et les dividendes, mais aussi les intérêts bancaires dans un souci de stimuler l'épargne. Mieux encore, il ne rétablit pas les anciennes taxes ni n'introduit de nouveaux impôts. Il a su convaincre ses collègues du Cabinet qu'il est plus libéral que Rama Sithanen...

C'est dire qu'une politique fiscale est souvent déterminée davantage par les exigences politiques que par les nécessités économiques. La crise mondiale n'est pas tellement plus grave fin 2011 qu'elle ne l'était fin 2010. On peut d'ailleurs déplorer que, dans une situation pareille, un ministre des Finances démissionne de ses responsabilités. Le remplaçant de Sithanen parti après seulement quatorze mois d'exercice du pouvoir, suffisants toutefois pour changer d'orientation économique, ce fut un beau gâchis fait sur l'autel de la realpolitik.

Maintenant, ce qui change réellement, c'est que le parti que dirige le nouveau grand argentier fait pencher la majorité politique à l'Assemblée nationale. S'il n'avait pas eu cette carte maîtresse, XLD n'aurait pas pu concocter un budget

qui caresse dans le sens du poil le grand secteur privé et l'électorat bleu. Par un de ces clins d'oeil dont l'histoire est friande, les élections municipales arrivent dans les pas d'un budget national dont 60% des mesures sont déjà mises en application. Tous les ministres des Finances montent sur leurs grands chevaux capitalistes devant les investisseurs, mais ils jurent leurs grands dieux socialistes devant leurs mandants. A XLD de prouver qu'un vice-premier ministre peut être à la fois le titulaire de l'économie et un leader de parti convaincant.

## Le péché d'orgueil

La politique mauricienne est ainsi faite qu'un nouveau ministre cherche toujours à détruire ce que son devancier a construit, pour montrer qu'il est supposément le meilleur ou que le peuple a eu raison de l'élire. C'est un péché d'orgueil, qu'on retrouve aussi dans les corps paraétatiques. Ne parlons pas de cette banque dont l'acronyme suggère autre chose que le développement. Mais quand l'orgueil humain s'empare d'une institution aussi vitale pour l'économie que le *Board of Investment*, bonjour les dégâts !

Dès son arrivée au BOI, le successeur de Raju Jadoo avait cru bon de casser certaines politiques établies afin de se démarquer de ce dernier. Les conséquences sur l'investissement direct étranger ne se sont pas faites attendre : baisses de 70% au premier trimestre de 2011 et de 45% au deuxième trimestre par rapport aux périodes correspondantes de 2010. Nouveau changement à la tête du BOI, et l'hémorragie semble avoir stoppé, puisque le montant d'investissement au troisième trimestre est plus que le total du premier semestre.

Dans le même ordre d'idées, il n'est pas bon de réorienter nos politiques touristiques à chaque fois que s'installent de nouveaux locataires au ministère du Tourisme. On ne change pas de slogan touristique du jour au lendemain pour revenir à l'ancien au surlendemain. La stratégie de diversification de nos marchés émetteurs vers des pays non européens a porté ses fruits : pour la période de janvier à novembre 2011 par rapport à la précédente, les arrivées de l'Asie ont progressé de 19% tandis que celles de l'Europe, excluant la Russie, n'ont crû que de 0,7%. On note une croissance de seulement 1% de la France, une chute de 10% de la Grande Bretagne et une baisse de 5% de l'Italie. Si de gros efforts ne s'étaient pas portés sur les marchés émergents, le nombre total de touristes aurait à peine augmenté.

Terminons par le plus gros péché politique de l'année, l'affaire MedPoint, qui a fait reculer Maurice dans l'indice de perception de la corruption de *Transparency International*. L'orgueil du pouvoir a amené certains à croire qu'ils pouvaient dilapider l'argent des contribuables en toute impunité. Il doit bien y avoir des coupables quelque part. S'ils ne sont pas identifiés et condamnés, la société mauricienne risque de basculer dans un vide moral. Une économie sans morale n'est ni capitaliste ni socialiste, mais ne peut pas être notre troisième voie.

**Publié dans *l'express* du 21 décembre 2011**

## **Un Frankenstein financier**

Encore taboue à Maurice voici quelques mois, la question d'un possible retour aux monnaies nationales dans la zone euro est aujourd'hui crûment posée. Antony Withers, le *Chief Executive* de la Mauritius Commercial Bank, l'aborde sans ambages dans son discours lors du dernier dîner annuel de la Banque de Maurice. Il tire même des leçons de la crise européenne pour notre pays. Son jugement est sans appel : *"The Euro in its current form is also proving to be both incendiary and explosive and can therefore be considered as a macro-economic weapon of mass destruction."*

Nous avons été moins va-t-en-guerre que ça. Pour avoir envisagé un éclatement de la zone euro, nous avons été soupçonnés par des gens bien intentionnés de *"wishful thinking"*. Ceux qui prennent leurs désirs pour des réalités sont plutôt ces opérateurs qui attendent une remontée de l'euro à Rs 46. Au point où est arrivée l'Europe, la monnaie unique n'est susceptible de s'apprécier grandement que si elle est délaissée par les pays les plus endettés. Les exportateurs mauriciens feraient mieux de plaider pour un nouveau système monétaire européen...

L'actuel système est mourant après seulement treize années d'existence. Pour comprendre la crise actuelle, il faut revenir aux fondements de l'euro. Lorsqu'il fut introduit, on était conscient du danger que la Banque centrale européenne (BCE) recoure à l'inflation pour gérer le problème d'endettement des pays membres. C'est pourquoi le traité de Maastricht contenait des règles d'éligibilité strictes, notamment que le déficit budgétaire et la dette gouvernementale ne devraient pas dépasser 3% et 60% du produit intérieur brut respectivement.

Pour assurer le respect de ces règles, on faisait confiance à la structure politique décentralisée de la zone euro, à l'indépendance de la BCE et à l'influence de l'Allemagne, gardienne de la responsabilité fiscale. Ces trois garanties ont permis aux Européens de jouir de taux d'intérêt bas. Mais des gouvernements ont abusé de la facilité d'emprunt que leur conférait une monnaie forte. Ainsi, au lieu de laisser des Etats membres faire défaut, la BCE commet l'irréparable de racheter directement leurs obligations, ce qui constitue une grave entorse à son indépendance avec la bénédiction de l'Allemagne ! Résultat : personne aujourd'hui ne peut convaincre les marchés de la capacité de la zone euro à retrouver une saine gestion budgétaire et monétaire.

Ainsi, la BCE monétise la dette de tout Etat membre qui a trop emprunté. Normalement la monétisation de la dette se fait de manière indirecte. La BCE effectue des prêts sur nantissement (*collateral*). Les banques achètent des obligations publiques et, en les donnant en garantie à la BCE, elles reçoivent des prêts et peuvent ainsi accroître leurs crédits. Les gouvernements payent des intérêts aux banques qui, à leur tour, payent des intérêts à la BCE qui, ensuite, remet les profits aux gouvernements...

C'est donc un système de redistribution entre gouvernements, et il favorise celui qui creuse son déficit public. On se sert de la BCE pour financer son déficit

budgétaire, et on externalise les coûts sous la forme d'une baisse de la valeur de l'euro. Chacun est donc incité à dépenser plus que ce qu'il gagne en recettes fiscales, et l'accroissement conséquent de sa dette publique crée une instabilité systémique de l'euro. Ainsi prend forme un Frankenstein financier.

## **Le salut pour Maurice**

Les banques ont accéléré ce processus destructeur en achetant des obligations grecques, puisque l'intérêt reçu de la Grèce est plus que celui payé à la BCE. En acceptant celles-ci en nantissement, la BCE se rend complice de ces... gangsters : elle crée de nouveaux euros et monétise ainsi la dette grecque. En se portant garante du gouvernement grec, la BCE lui permet de dépenser le financement obtenu sur les titres pour s'assurer le soutien de la population. La BCE joue donc un jeu politique. Et si elle en fait de même pour l'Espagne, l'Italie ou le Portugal, l'euro risque de devenir une arme de destruction massive du pouvoir d'achat des Européens.

Tout cela est de mauvais augure pour les Mauriciens qui exportent vers la zone euro. Mais ils sont si attachés à la monnaie unique qu'ils ne se rendent pas compte que son existence joue en leur défaveur. Ils croient même que plus les gouvernements européens dépensent, plus c'est bon pour nos exportations. Or c'est cette politique qui affaiblit l'euro et qui fait baisser le niveau de vie des citoyens européens via une hausse de l'inflation.

Si le salut pour nos industries textile et touristique se trouve dans l'appréciation de l'euro, alors il faudra espérer que les gouvernements surendettés se retrouveront en défaut de paiement. Cela causerait des pertes à des banques européennes qui ont massivement investi dans des titres publics. Soit ces banques demanderaient le remboursement de leurs prêts, soit elles fermentaient. Dans les deux cas, le processus de multiplicateur monétaire serait inversé, ce qui résulterait en une contraction de l'offre de monnaie. Cette déflation monétaire ferait monter l'euro à condition toutefois que la BCE n'intervienne pas.

Même si certains Etats membres reprenaient leur monnaie nationale, contre laquelle ils échangeraient leurs euros, la BCE pourrait toujours stériliser un excès d'euros en resserrant sa politique de réescompte auprès des banques et sa politique des réserves obligatoires. Les contribuables français et allemands n'auraient pas à payer plus d'impôts pour sauver les pays qui quitteraient la zone monétaire. Et avec un euro fort, ils seraient en mesure d'acheter nos produits textiles et de venir passer des vacances à Maurice.

**Publié dans l'express du 7 décembre 2011**

## **Une cote mal taillée**

On ne sait pas s'il faut rire ou pleurer, mais la baisse marginale de 10 points de base du taux repo est le plus mauvais compromis que puissent faire les membres du comité de politique monétaire. Derrière la façade d'unanimité se cachent des divergences de vues irréconciliables. Il est évident que personne n'a eu le courage d'afficher ouvertement une position minoritaire, sachant que le procès-verbal de la réunion de lundi dernier sera publié. Pour sauver la face, chacun a accepté une cote mal taillée.

Tout cela ne sent ni le sérieux ni la crédibilité qu'on attend d'un comité monétaire. Modifier le taux directeur de cette manière-là, c'est comme maintenir le statu quo en envoyant un signal de détente. La décision ne satisfait ni les épargnants ni les emprunteurs. Et il faut avoir un sacré don de la rhétorique pour écrire, dans son communiqué de presse, que le comité avait pour but *"to signal its concern about the low level of business and consumer confidence"*.

Pourtant, dans son discours devant les opérateurs économiques jeudi dernier, le gouverneur de la Banque de Maurice (BoM) avait donné l'impression qu'il n'était pas partisan d'un changement de politique à ce stade. Selon lui, Maurice n'aurait pas survécu à la crise si elle avait suivi la voie de certains pays africains qui ont connu une inflation à deux chiffres avec une *"loose monetary policy"*. Ainsi, la BoM était *"under constant pressure to loosen our monetary policy, to depreciate the currency just a little, to accept a little more inflation"*. Voilà comment fonctionne la démocratie dans notre pays où l'on passe son temps à faire du lobbying pour obtenir des rentes monétaires.

Jusque-là, la stratégie de la BoM n'a pas affecté nos exportations de biens : elles ont grimpé de 11% à Rs 36 milliards pour la période de janvier à octobre 2011 par rapport à la période correspondante de 2010. Celles vers les Etats-Unis, la France et la Grande Bretagne ont connu une hausse de plus de 5% malgré le raffermissement de la roupie contre le dollar, l'euro et la livre sterling.

Maintenant, il est certain que le comité monétaire baissera encore une fois le taux repo à sa prochaine réunion. Dans cette perspective, personne ne peut croire que notre croissance économique tournera autour de 4% en 2012, même si *MCB Focus* a relevé ses prévisions de croissance. D'ailleurs, la crise s'accroît dans la zone euro et ne touche pas que les pays périphériques, mais aussi la France et l'Allemagne. Cependant, on doute fort que la meilleure stratégie pour Maurice de répondre à une crise exogène soit monétaire.

La BoM met fin au "processus de normalisation du taux d'intérêt". Défaucé du taux d'inflation, le taux d'intérêt moyen sur les dépôts bancaires en roupies est toujours négatif et le restera l'année prochaine. Le taux nominal était de 4,34% en octobre 2011, à peine supérieur au taux de 4,25% sur le compte d'épargne... C'est dire que les banques ne cherchent pas à attirer des dépôts à terme, ayant beaucoup de disponibilités monétaires. Or cette situation très liquide pourrait

perdurer si le gouvernement s'efforçait de déprécier la dette du secteur public par l'inflation afin de la réduire en proportion du produit intérieur brut (PIB).

## La contrainte budgétaire

L'Etat devant régler ses dépenses, il est soumis à une contrainte budgétaire. Il peut les financer de trois façons : accroître ses revenus en levant plus d'impôts, emprunter en émettant des titres publics, ou créer de la monnaie en élevant la base monétaire. Celle-ci est la somme des pièces et billets en circulation et des réserves bancaires : elle est contrôlée directement par la banque centrale.

Le déficit budgétaire est le montant de dépenses publiques non couvert par les recettes fiscales. Il est égal à la somme de la variation de la base monétaire et de la variation du stock des titres publics détenus par les agents. Prenons le programme de Rs 25 milliards que l'Etat va consacrer aux infrastructures publiques. Pour satisfaire la contrainte budgétaire, c'est-à-dire pour ne pas accroître le déficit budgétaire, l'Etat peut lever Rs 25 milliards d'impôts nouveaux et ne procéder à aucune émission de monnaie ou de titres. Mais ce serait politiquement risqué parce que trop coûteux pour les contribuables.

Autrement, l'Etat peut vendre pour Rs 25 milliards de nouveaux titres, mais alors la dette publique augmentera d'autant. Remarquez qu'on ne crée pas d'inflation dans les deux cas. En revanche, si l'Etat préfère éviter de nouveaux impôts et de nouveaux titres publics, mais imprimer 25 milliards de roupies, cette monnaie nouvellement créée s'ajoutera à la base monétaire. Cela aura des conséquences inflationnistes dans la mesure où il n'existe pas de production de biens en contrepartie : c'est un impôt d'inflation.

Les projections macroéconomiques du ministère des Finances pour l'année 2014 nous donnent une idée de l'option préférée du gouvernement pour financer ses dépenses. Il compte augmenter le budget du développement à 3,1% du PIB et réduire le déficit budgétaire à 3,4% du PIB. Or les recettes fiscales diminueront à 17,3% du PIB, contre 18,1% en 2011 : l'option d'impôts nouveaux est donc écartée. L'option de nouveaux titres l'est aussi, quoique partiellement, car la dette du secteur public reculera à 55,7% du PIB, contre 57,5% en 2011.

Reste la troisième option, la plus plausible. La masse monétaire, qui est proportionnelle à la base monétaire, progressera de deux points de pourcentage pour atteindre 107,5% du PIB en 2014. Il est certain que le financement par création monétaire d'un déficit budgétaire persistant va nourrir une inflation durable. Voilà qui est contraignant pour la BoM.