



## Le blog d'Eric Ng Ping Cheun

**Publié dans l'express du 26 octobre 2011**

### **L'attrait du Monopoly**

Dans une interview accordée à *l'express* du 18 octobre dernier, le directeur général de *Sagiterre* compare l'investissement immobilier, "un placement sûr", avec la Bourse qui a "des sautes d'humeur". La crise immobilière aux Etats-Unis nous rappelle pourtant que la pierre rime aussi avec la volatilité. Maurice serait-elle une exception par le simple fait qu'elle est un très petit pays ? Pas si sûr.

Ces dernières années, notre marché immobilier a été plus volatil que notre marché boursier. Les prix immobiliers avaient monté en flèche avec les achats des étrangers, mais ils ont brusquement tombé dès que la demande étrangère s'est affaiblie sous le coup de la crise financière et sous l'effet dissuasif de la taxation. En revanche, les cours boursiers, bien qu'en recul depuis quelques mois, sont encore supérieurs de 33% à leur niveau d'octobre 2008.

Des gens aiment l'immobilier parce que c'est un investissement chic. Ils cultivent le même esprit que le jeu du Monopoly. L'immobilier, ça se touche, ça s'admire et ça se vit, contrairement aux actions boursières.

Le promoteur immobilier est un entrepreneur comme les autres, et compléter un projet lui donne un grand sens d'accomplissement. La difficulté, c'est que la majeure partie du processus de développement se trouve hors du contrôle du promoteur. Il y a toujours quelque part, au sein d'une collectivité locale ou d'une entité gouvernementale, un planificateur qui, n'ayant jamais risqué un sou dans sa vie, rend la vie dure au promoteur. Parmi les obstacles à l'obtention rapide des permis sont la corruption et la bureaucratie.

C'est ce qui explique la lente croissance réelle de l'activité immobilière : 0,8% en 2009, 1,2% en 2010 et 1% en 2011. Malgré tout, le secteur constitue une composante assez importante de notre produit intérieur brut, y contribuant 4,4%, autant que les services financiers non-bancaires. Cependant, relance-t-on l'économie en stimulant l'immobilier ?

Les promoteurs nous font croire que la croissance économique dépend crucialement d'une reprise de celui-ci. Ne mettons pas la charrue avant les boeufs. Pour vendre, il faut avoir des gens ayant l'envie et les moyens d'acheter, soit des personnes qui ont un emploi bien rémunéré. Or, sans une expansion de l'économie, il n'y a pas de création d'emplois de ce type ni d'augmentation réelle des salaires. En l'absence de ces deux conditions, les Mauriciens en général n'ont pas le pouvoir d'achat requis pour investir dans l'immobilier.

C'est sur la capacité productive du pays que le gouvernement doit se concentrer. Suivant la loi de Say, une croissance de l'économie entraînant une hausse d'emplois bien rémunérés créera une demande de biens immobiliers. Il faut laisser le marché s'ajuster librement en fonction des conditions économiques.

Evidemment, les promoteurs préfèrent voir les prix se stabiliser plutôt que chuter. Mais ces derniers sont encore trop élevés pour attirer des acheteurs. Ce qui leur redonnera confiance, c'est la déflation : les prix doivent baisser jusqu'au point où l'acheteur sent que la valeur du bien immobilier peut apprécier après l'achat.

Un marché immobilier surchauffé peut faire du tort à l'économie. Ce qui obligerait la banque centrale à resserrer sa politique monétaire, ce que n'aimeraient pas les investisseurs. Un durcissement des conditions du crédit réduirait les risques de créances douteuses parmi les banques trop exposées aux prêts immobiliers. Il faudrait accepter la déflation si l'on voulait un faible taux d'intérêt !

## Le principe de la capitalisation

On assume qu'une baisse du loyer de l'argent inciterait les gens à emprunter pour acheter des actifs immobiliers. Il convient plutôt de concevoir la demande sous le principe de la capitalisation : une hausse du taux d'intérêt fait tomber les prix des actifs, motivant ainsi les acheteurs potentiels.

Si quelqu'un veut vendre, plutôt que louer, un terrain, un appartement ou un bureau, combien doit-il gagner ? Il va capitaliser la valeur actuelle escomptée de toutes les rentes futures associées au bien. Supposons qu'il s'attend à une rente annuelle de Rs 100 : à un taux d'intérêt constant de 5%, la valeur marchande de son bien est de Rs 2 000. C'est ce prix de vente qu'il doit proposer, à condition qu'il soit certain de la capacité de rendement de l'actif.

On peut aussi investir Rs 2 000 dans une obligation publique, un placement sans risque, à un taux de rendement annuel de 5%. Un tel investissement générera un revenu de Rs 100 par an. Dans un monde de certitude, il n'est pas plus risqué d'investir dans un actif immobilier que dans une obligation publique. Mais si le taux d'intérêt augmente à 10%, l'escompte sur les revenus futurs double, et la valeur marchande de l'actif chute de moitié à Rs 1 000.

Les prix des biens immobiliers ne dépendent pas seulement de l'offre du secteur, mais aussi des changements dans les fondamentaux de l'économie. Aujourd'hui, on voit trop d'espaces disponibles à Port Louis et à Ebène, une situation qui durera, selon *Sagiterre*, "pour les 10 années à venir". Or nombreux sont ceux qui cherchent un emplacement afin de démarrer une petite entreprise. Comme une rente vaut plus que rien, pourquoi ne baisse-t-on pas les prix pour les satisfaire ?

Il est vrai que le propriétaire ne sait pas exactement ce que des locataires potentiels accepteront de payer. Il préfère donc laisser ses espaces inoccupés en attendant d'avoir le locataire qui adhère à son prix. C'est une raison valable qui participe à un choix délibéré. Mais même si un actif immobilier demeure inutilisé, il faut s'attendre que la valeur du capital fluctue.

## **Publié dans l'express du 12 octobre 2011**

### **Cette Afrique en croissance**

Qu'est-ce que la croissance ? Les manuels d'économie la définissent comme l'augmentation de la production de biens et services. Or c'est une définition tautologique : la croissance est entraînée par l'accumulation du capital et par le progrès technique, deux variables qui dépendent elles mêmes de la croissance...

Il suffirait donc d'accroître les facteurs de production pour générer de la croissance. On accepte des investissements chinois, on reçoit des aides financières, on extrait plus de pétrole et de matières premières, on découvre des ressources naturelles, et voilà comment des pays africains affichent des taux de croissance mirobolants. A côté d'eux, Maurice paraît faiblarde avec ses 4,1% de croissance en 2011, tout comme l'Afrique du Sud (3,4%).

Le tableau est toutefois différent lorsqu'on regarde les structures des économies africaines. Dans la plupart d'entre elles, la production est dominée par le secteur primaire, notamment l'agriculture ou l'industrie minière. A l'exception de Maurice et de l'Afrique du Sud, aucun pays de l'Afrique subsaharienne n'a pu développer un secteur manufacturier viable qui soit mondialement compétitif. Et c'est aussi vrai pour les services, mis à part le tourisme dans un petit nombre de pays tels que Maurice, l'Afrique du Sud, le Botswana et le Kenya.

On trouve même à redire au secteur primaire : l'agriculture est caractérisée par une faible productivité avec peu d'applications scientifiques et techniques. Dans l'industrie minière, presque toutes les opérations utilisant des technologies modernes sont situées dans des enclaves appartenant à des étrangers et qui ont peu de liens avec le reste de l'économie. Le commerce extérieur des pays africains, comme le démontre une étude de Sanjaya Lall, reflète leur structure de production : leurs exportations se concentrent sur des produits bruts ayant peu d'intrants technologiques, tandis que le gros des produits manufacturiers et des services à base de connaissance est importé.

Une telle structure de production se traduit sur la structure des emplois par de bas niveaux de productivité, de forts taux de chômage et un nombre élevé de sous-emplois. C'est ce qui explique l'extrême pauvreté en Afrique subsaharienne où en moyenne 51% des gens gagnent moins d'un dollar par jour. A Maurice, moins de 1% de la population se trouve sous ce seuil de pauvreté.

Malgré plus de trente ans de réformes, la structure économique de la plupart des pays africains n'a guère changé. Certes, les programmes d'ajustement structurel soutenus par des organisations internationales ont beaucoup contribué à l'amélioration de la gestion macroéconomique et de l'environnement des affaires. Mais il est clair qu'ils n'ont pas réussi à transformer les économies africaines.

### **On attend la transformation**

La croissance économique sans transformation structurelle n'est pas soutenable. Ce sont deux processus jumeaux qui doivent se renforcer mutuellement pour

donner lieu à la transformation économique. Celle-ci est en marche lorsque le pays élève son niveau de revenu par tête à travers une croissance propulsée par l'investissement, par une meilleure productivité, par la maîtrise de diverses technologies de production et par une hausse de la compétitivité internationale. La composition industrielle de l'économie se modifie, la distribution sectorielle des emplois change, et les entreprises innovent sans cesse pour répondre efficacement aux signaux des marchés.

Plus les structures d'exportation sont diversifiées, plus elles sont résilientes pour absorber les chocs de la demande et des prix. Plus large est la base de production, plus grandes sont les possibilités d'apprentissage. L'avancement technologique et les retours sur investissement sont deux indicateurs clés du processus de transformation. Cela ne signifie pas qu'on néglige l'agriculture, mais qu'on y applique des techniques supérieures.

En quatre décennies, Maurice s'est transformée d'une économie de monoculture sucrière à une économie diversifiée : le sucre évolue vers l'énergie, le textile se tourne vers la mode et le design, le commerce de distribution se conjugue au développement immobilier, le tourisme devient une industrie hôtelière, les technologies de l'information s'ajoutent à la communication, la banque se consolide dans les services financiers, et l'externalisation des services professionnels prend de l'essor. Le pays est un exemple de transformation économique pour le continent africain, ayant surmonté des chocs externes.

La transformation structurelle s'est aussi opérée au niveau social : la société mauricienne est aujourd'hui beaucoup plus ouverte que jadis. Transformation au niveau politique : quel pays africain autre que Maurice peut se targuer de permettre à des citoyens anonymes d'exercer librement une fonction éditoriale sur les ondes radiophoniques ? Transformation au niveau culturel : on porte un intérêt grandissant aux événements artistiques, musicaux, littéraires et culinaires.

Cependant, Maurice n'est pas encore un pays développé. Elle peut jouir d'une meilleure croissance que les Etats-Unis, mais elle doit continuer à améliorer sa gouvernance politique et économique. Douglass North, prix Nobel d'économie 1993, postule que la croissance résulte non seulement de l'accumulation des facteurs de production, mais également d'un processus complémentaire d'évolution des institutions, entendues comme règles du jeu. Elles doivent être les mêmes pour tous, qu'il s'agit de la corruption ou de la compétition. C'est des institutions que dérivent les incitations qui motivent les opérateurs. Il n'y a pas que les incitations budgétaires pour transformer notre économie.

**Publié dans l'express du 5 octobre 2011**

## **En partant du déficit budgétaire**

Le taux d'intérêt, ainsi que nous l'avons expliqué la semaine dernière, c'est le prix des fonds prêtables. Il est gouverné par les forces de l'offre et de la demande comme n'importe quel autre prix. Il est affecté aussi bien par les politiques de la banque centrale que par des incitations à investir ou par des incitations à épargner. A présent, nous allons voir qu'il est déterminé par un autre facteur : le déficit budgétaire.

Qu'ils proviennent du secteur privé, des syndicats ou de la société civile, les mémoires budgétaires ont ceci en commun : moins d'impôts et plus de dépenses publiques. Tout le monde demande des facilités de la part de l'Etat, mais personne ne propose clairement des moyens pour les financer. C'est ce qui faisait dire à Rama Sithanen qu'un ministre des Finances n'est pas un magicien : nul ne peut dépenser plus avec moins de revenus.

C'est possible si le gouvernement laisse filer le déficit budgétaire, soit un excès de dépenses de l'Etat par rapport à ses recettes fiscales. Dans ce cas, il doit emprunter sur le marché obligataire pour financer son déficit annuel, et l'accumulation des emprunts passés de l'Etat constitue la dette publique. Celle-ci représente 50% du produit intérieur brut (PIB) au 30 juin 2011. Si l'on y ajoute l'endettement des entreprises publiques, la dette du secteur public s'élève à 56% du PIB. Ce niveau est plus que raisonnable dans un contexte de crise.

L'actuel grand argentier, Xavier-Luc Duval, semble donc posséder une marge de manoeuvre pour procéder à une relance fiscale. Mais il doit garder à l'esprit trois choses. D'abord, une contrainte légale : la *Public Debt Management Act 2008* stipule que la dette du secteur public ne doit pas dépasser 60% du PIB et qu'elle doit être ramenée à 50% d'ici à 2018. Puis, le signal envoyé aux bailleurs de fonds : une progression du déficit budgétaire, suivant celle de 2011 (à 4,3% du PIB après 3,2% en 2010), ne traduira pas la rigueur attendue dans la gestion des finances publiques. Enfin, l'effet d'éviction d'un budget expansionniste : les emprunts de l'Etat sur le marché des fonds prêtables vont hausser le taux d'intérêt au détriment de l'investissement privé.

Ce dernier, selon la comptabilité nationale, est en zone rouge : régression de 1,3% en 2009, stagnation (0%) en 2010 et à nouveau croissance négative de 0,6% en 2011. Ces trois années ont vu un recul constant de l'investissement privé par rapport au PIB, soit respectivement à 19,8%, 18,8% et 17,9%. On peut ainsi déduire que les baisses du taux repo d'octobre 2008 à septembre 2010 ont eu peu d'effet sur la formation brute de capital fixe.

Parallèlement, cette période a été marquée par une détérioration du budget de l'Etat et par un affaiblissement de l'épargne nationale (la source de l'offre de fonds prêtables), qui est demeurée en dessous de son niveau de 2008. Un déficit budgétaire signifie une épargne publique négative, et son accroissement réduit autant l'épargne nationale. Autrement dit, quand l'Etat emprunte pour financer

son déficit, cela engendre une baisse de l'offre disponible de fonds prêtables pour les emprunteurs privés.

La demande de fonds prêtables, elle, reste inchangée, car le déficit budgétaire n'influence pas le montant que les firmes et les ménages veulent emprunter pour chaque niveau du taux d'intérêt. La demande étant supérieure à l'offre, le véritable taux d'intérêt, celui déterminé par le marché des fonds prêtables, augmente. Par conséquent, un nombre plus faible de ménages achètent des maisons, et moins d'entreprises construisent des usines.

Conclusion : lorsque l'Etat diminue l'épargne nationale en réalisant un déficit budgétaire, l'investissement privé se raréfie. Comme celui-ci est un moteur important de la croissance économique de long terme, les déficits de l'Etat ralentissent le PIB. Notre économie n'a pas encore retrouvé le taux de croissance de 5,5% obtenu en 2008.

## **Pour finir au taux de change**

Dans une petite économie ouverte comme la nôtre, une politique budgétaire expansionniste, par accroissement des dépenses publiques ou par réduction des impôts, non seulement évince l'investissement, mais aussi entraîne une baisse des sorties nettes de capitaux. Celle-ci pèse négativement sur l'offre de roupies susceptibles d'être échangées contre des devises. Le taux de change de la roupie s'apprécie et les exportations nettes diminuent. Voilà pourquoi Maurice a un déficit du compte courant mais un surplus du compte capitaux.

Ainsi donc, une expansion budgétaire induit un déficit commercial et une appréciation du taux de change. On feint de l'ignorer, car il est plus facile de blâmer la politique monétaire que de critiquer le ministère des Finances. Les entreprises seront ravies d'obtenir une déductibilité fiscale de l'investissement, mais cela ne sera pas sans conséquences : un relèvement du taux d'intérêt du marché, un raffermissement de la roupie et davantage d'entrées de capitaux. Toute hausse de la demande d'investissement accentue le déficit commercial...

Ce dernier a aussi été encouragé par la chute des taux d'intérêt dans le monde. La valeur du dollar, de l'euro et de la livre sterling a baissé, ce qui a rendu les biens locaux plus chers que les biens étrangers en termes de qualité/prix. Maintenant, les fortes dépenses publiques chez nos pays importateurs poussent leur taux d'intérêt à la hausse. Ce qui fera apprécier leur monnaie et favorisera ainsi nos exportations. Maurice n'étant pas une économie fermée, la politique budgétaire à l'étranger a un impact sur elle. C'est un bienfait de la mondialisation dont devra tenir compte le budget de 2012.