



## Le blog d'Eric Ng Ping Cheun

Publié dans *l'express* du 27 juin 2012

### Productivité trompeuse

Les propos du gouverneur de la Banque de Maurice ne font jamais l'unanimité parmi les opérateurs économiques, et c'est bon signe. Mais on est sans doute tous d'accord lorsqu'il fait ressortir, dans le numéro d'avril 2012 du *MCCI mag*, "our proverbial low productivity". Vu qu'il propose comme solution de "provide the labour force with proper tools and training", on devine qu'il fait référence à la productivité du travail. Les derniers indicateurs de *Statistics Mauritius* lui donnent tort. Mais il a raison sur le fond.

En 1348 éclata l'épidémie de peste bubonique. Elle anéantit en quelques années près d'un tiers de la population européenne. Cette réduction massive de la force du travail due à la peste noire entraîna une hausse de la productivité du travail. Il en résulta, selon certaines estimations, un doublement des salaires réels. Ainsi, ce fut la prospérité pour les paysans qui survécurent à l'épidémie.

Si la comptabilité nationale avait existé à cette époque, on aurait fait valoir que le secteur d'activité des paysans serait en croissance grâce à une meilleure productivité... Tout comme la fédération patronale dit aujourd'hui que nos entreprises orientées vers l'exportation surmontent la crise grâce à un accroissement de la productivité : de 2007 à 2011, la production réelle de ce secteur a crû de 16,2% tandis que sa productivité du travail a augmenté de 39,3%. A vrai dire, ce n'est pas que les travailleurs sont devenus plus productifs, mais c'est parce que l'apport de travail (*labour input*) a baissé de 16,5%.

La productivité décrit la relation entre la production et les facteurs nécessaires pour l'obtenir. *Statistics Mauritius* calcule la productivité en rapportant la valeur ajoutée, qui est une estimation de la production (production brute moins les consommations intermédiaires), à des indices du travail et du capital. Le numérateur et le dénominateur sont exprimés en volume (réel). Mais il faut aussi intégrer les impacts du progrès technologique dans la fonction de production. Le niveau actuel de la technologie est mesuré en termes de productivité multifactorielle, parfois appelée productivité totale des facteurs.

La productivité du travail est ici définie comme le rapport entre la valeur ajoutée réelle et le nombre de salariés ou de postes de travail. C'est la méthode la plus simple, mais la moins recommandable. Une telle mesure ne retrace pas les variations du temps de travail moyen par salarié, l'exercice par une même personne de plusieurs emplois et la qualité de la main-d'oeuvre. On sait aussi que le nombre moyen d'heures de travail par personne fluctue dans le temps et qu'il varie pendant un cycle conjoncturel en fonction des augmentations et des

diminutions de la demande de facteur travail. Par conséquent, on estime le mieux la quantité de facteur travail par le nombre d'heures effectivement travaillées, car il représente plus fidèlement la quantité de services productifs fournis par les travailleurs qu'un simple décompte par tête.

La productivité et la production reposent sur les mêmes données. Lorsque la production par unité de travail augmente de X% par an, l'économie pourrait croître de X% sans créer un nouvel emploi. Si le seul objectif du gouvernement est d'accroître la productivité, alors il faudra maximiser la production et minimiser l'emploi. Si son seul but est de stimuler l'emploi, il conviendra d'abaisser la productivité en maximisant l'emploi et en minimisant la production. De quoi relativiser l'idée reçue qu'il faut toujours une croissance économique plus élevée.

## **Le résidu de productivité**

La croissance a trois sources, à savoir le stock de capital brut, le volume de travail et la productivité totale des facteurs (PTF). La production n'augmente pas seulement sous l'effet d'accroissements du capital et du travail, mais également en raison de l'amélioration de la PTF. A quantités données de chacun des deux facteurs de production, il est possible de produire davantage aujourd'hui qu'hier. La variation de la PTF est la variation de la production non expliquée par les variations des facteurs de production : on l'appelle "résidu de Solow", du nom de Robert Solow qui a montré comment calculer ce résidu de productivité.

Selon *Statistics Mauritius*, notre production réelle a augmenté en moyenne de 4,3% par an entre 2001 et 2011. Le capital représente 82% de cette croissance, le travail 11%, et la PTF 7%. Des 4,3% de croissance, 3,5% sont donc attribués à l'accroissement du stock de capital, 0,5% à la hausse de la quantité de travail, et 0,3% à l'amélioration de la PTF. L'économie informelle, activité à forte intensité de main-d'oeuvre, doit y avoir une contribution insignifiante...

Durant cette période, on note en moyenne par an des hausses de 5,1% de l'apport de capital, de 3,8% du ratio capital-travail et de 3% de la productivité du travail, mais des baisses de 0,8% de la productivité du capital et de 0,1% de la PTF. Le fléchissement de celle-ci s'explique par le fait que le stock de capital s'est accru sans hausse correspondante de la production. Et il y a eu faible utilisation de la main-d'oeuvre et éviction des travailleurs à faible productivité.

Des gains de productivité sont réalisés au détriment de l'emploi, surtout des gens non qualifiés. Des améliorations de la production par unité de travail n'aboutiront à des créations d'emplois que si le gain de productivité n'est pas répercuté sur le salaire. Bien sûr que la productivité est importante, étant une mesure clé de la performance économique. Mais elle est un concept plus problématique qu'on ne le réalise, et elle n'est pas un remède à tous les maux économiques.

**Publié dans l'express du 20 juin 2012**

## **La peur de l'euro**

Malgré la victoire de la droite grecque, l'euro reste en eaux troubles. La disparition de la monnaie unique n'est plus une utopie. Milton Friedman le prédisait. Peut-être l'euro ne disparaîtra pas totalement, mais le jour de la sécession monétaire approche.

En cas d'un retour aux monnaies nationales, l'euro pourrait néanmoins cohabiter avec elles en devenant une monnaie parallèle (ou monnaie commune). Les citoyens auraient alors le choix entre l'euro et leur monnaie nationale, avec des changes flottants entre les deux. Ils utiliseraient la monnaie nationale dans les transactions intérieures, mais l'euro en tant que touristes ou importateurs.

Cette solution aura l'avantage de satisfaire à la fois ceux qui veulent garder le symbole unificateur de l'euro, ceux qui sont nostalgiques de leur souveraineté monétaire, et ceux qui déplorent le caractère constructiviste de l'euro. Seule la concurrence monétaire peut leur dire si l'euro est vraiment utile aux calculs économiques. Si tous les pays membres de l'euroland donnaient un pouvoir libérateur illimité à toutes les monnaies nationales, ce serait la confiance qui sélectionnerait peu à peu la bonne monnaie, celle qui serait non inflationniste.

Actuellement, un euro dans une banque espagnole ne vaut pas un euro dans une banque allemande. Les risques existent qu'on se précipite pour transférer ses euros des banques espagnoles vers les banques allemandes. Une ruée bancaire sera marquée par une chute rapide des dépôts bancaires et par une hausse des taux d'intérêt dans le pays : quand l'argent devient rare, il est cher.

Chez nous, on est très inquiet de savoir le gouverneur de la Banque de Maurice très inquiet. Premier acte : il conseille aux banquiers de "*minimiser leur exposition face à l'euro*", ce qui pourrait inciter les gens à vendre leurs euros. Deuxième acte : il sort un communiqué dramatique un samedi soir comme si la Bourse allait ouvrir sur un krach le lundi matin... Troisième acte : il laisse glisser la roupie.

On apprend en épistémologie que l'équilibre économique peut basculer quand une connaissance partagée devient connaissance commune. Pour qu'une information soit connaissance commune entre deux individus, il faut non seulement que chacun la sache (connaissance partagée), mais encore que chacun sache que l'autre la sait, et ainsi de suite. La population sait que nos banques financent grandement les entreprises qui exportent vers la zone euro, une situation qui semble être bien gérée. Mais elle ne savait pas que nos banques ont beaucoup d'actifs libellés en euro : cette information, qui était partagée entre les gens avisés, est maintenant commune.

Jusqu'à présent, la Financial Services Commission n'a pas encore conseillé à nos gestionnaires de fonds d'investissement de réduire leur exposition à l'euro. Ce n'est pas nécessaire parce que, comme les banquiers, ils sont suffisamment compétents pour savoir ce qu'ils doivent faire.

N'étant pas un régulateur, un économiste peut se permettre de vous donner des conseils. D'abord, diversifiez au maximum votre portefeuille dans des actifs non-européens. Aussi, n'ayez aucune obligation européenne, sauf peut-être le Bund. Mais vendez vos actions allemandes, car si jamais le deutschemark renaît de ses cendres, la rentabilité anormalement élevée des entreprises allemandes, due à l'euro, s'effondrera. Enfin, restez à l'affût : on gagne toujours de l'argent sur les marchés financiers lorsque les vendeurs paniquent.

## Faux prix

Si l'euro tombait à 1,20 dollar, faudrait-il s'en inquiéter ? Il n'y a pas de réponse à cette question. Aucun modèle économétrique ne peut trouver la vraie valeur d'une monnaie, car trop de variables entrent en jeu : les exportations, les importations, les investissements et les placements étrangers, le différentiel d'inflation et de taux d'intérêt, le dynamisme de la croissance, les crédits bancaires, la psychologie des investisseurs et la confiance des épargnants.

Au demeurant, le système monétaire international est un régime de changes flottants dans lequel la valeur des monnaies est déterminée librement sur le marché des changes en fonction de l'offre et de la demande. Dans un tel cadre, parler d'euro trop faible ou de dollar trop fort n'a pas de sens. Le juste prix, c'est le prix de marché, et ce prix est ce qu'il est, compétitif ou pas.

Se félicitant d'avoir diversifié ses réserves, la Banque de Maurice va toutefois accumuler des dollars et des euros pour faire monter ces monnaies contre la roupie sous le couvert de l'*Operation Reserves Reconstitution*. Ce faisant, elle se place dans une logique de changes fixes, car elle décide du cours de change. C'est un faux prix susceptible de conduire à des déséquilibres artificiels.

De ces opérations consistant à créer des roupies en contrepartie des achats de devises, le comité de politique monétaire reconnaît "*their potential impact on domestic inflation*". On doute que la stérilisation de l'offre accrue de monnaie parvienne à caler l'inflation. Il faut vraiment être quantitativiste dans l'âme pour croire que la masse monétaire et le niveau général des prix évoluent de manière homothétique, et qu'en conséquence les encaisses réelles resteront inchangées. La demande de monnaie pourrait augmenter, ce qui relancerait l'inflation. Et les entrepreneurs seront désorientés par le changement des prix relatifs.

La roupie n'est pas de jure ancrée à l'euro. Mais n'essayons pas d'avoir de facto des changes fixes entre la roupie et l'euro alors que les situations économiques de Maurice et de l'Europe sont différentes. Et ne sacrifions pas la stabilité intérieure des prix à une hypothétique stabilité du taux de change.

**Publié dans *l'express* du 13 juin 2012**

## **Investissement : bon et mauvais**

Le comité de politique monétaire vient de prouver que les “*downside risks*” sur la croissance et sur l’inflation ne justifient pas une baisse du taux repo tous les trois mois. Celui-ci demeurant inchangé, on continuera à déplorer que les taux d’intérêt soient encore trop élevés. Mais ils doivent être analysés par rapport au taux naturel du marché, qui émerge des activités d’emprunt et de prêt et qui gouverne la répartition des ressources de l’économie.

On croit généralement que si l’argent était bon marché, les entreprises et les ménages pourraient obtenir des crédits : l’investissement et la consommation repartiraient, et des emplois seraient créés. Cependant, des facilités de crédit plus grandes aboutiraient à gonfler la masse monétaire et à élever les prix des produits, ce qui se traduirait à la fois par une inflation interne et par une perte de compétitivité internationale.

Ce sont là des suppositions qui peuvent se réaliser ou ne pas se réaliser. Entre octobre 2008 et septembre 2010, le taux repo a baissé quatre fois par un total de 350 points de base : cela n’a en rien relancé l’investissement privé. En termes réels, celui-ci a reculé de 1,3% en 2009 et a stagné en 2010, selon *Statistics Mauritius*. Et par rapport au produit intérieur brut, il a diminué de 1,7 point de pourcentage entre 2008 et 2010.

En termes bruts, l’investissement total, excluant l’aviation, augmentera de Rs 8,2 milliards entre 2009 et 2012. Le problème est que la quasi-totalité de ces dépenses vont dans les bâtiments, les travaux de construction et les équipements de transport (des investissements de capacité), puisque seulement Rs 201 millions de cette somme sont injectées dans les machines et autres équipements (des investissements de productivité).

Ces derniers représentent 22% de l’investissement total en 2012, contre 24% en 2009. L’insuffisance d’investissement est donc signalée par des taux d’utilisation des capacités de production élevés. Ce qui constitue un goulet d’étranglement, lequel est autant une menace pour l’inflation future qu’un frein à la croissance !

Ainsi, les détentes monétaires ont plutôt servi à financer l’immobilier et la construction. C’est normal, car ce sont des activités à forte rentabilité. Les taux d’intérêt ne sont hauts que par comparaison aux taux de profit. Si, malgré le pessimisme ambiant, les crédits bancaires au secteur privé jouissent toujours d’une croissance à deux chiffres – 12,5% entre avril 2011 et avril 2012 –, c’est que les entreprises arrivent à réaliser une marge supérieure au taux à l’emprunt.

Des taux d’intérêt élevés sont le prolongement nécessaire du succès des entreprises. Ils accompagnent des forts taux de salaire, les ressources étant mieux rémunérées quand elles sont affectées à des emplois plus productifs. A l’inverse, des entreprises en déclin sont écartées de la compétition par des taux d’intérêt élevés. Leur donner un ballon d’oxygène de crédit, c’est favoriser le malinvestissement, c’est-à-dire des investissements non rentables.



## Stabilité financière

Craignant que nos banques soient fragilisées par une augmentation de prêts irrécouvrables, la Banque de Maurice (BoM) a décidé d'accroître ses réserves par l'équivalent d'un mois et demi d'importations de biens et services. Elle va ainsi créer environ 27 milliards de roupies, soit deux fois la hausse annuelle de la masse monétaire. Stériliser une telle somme par l'émission de titres d'Etat représentera un coût pour le Trésor public, mais c'est pour ne pas compromettre les objectifs de stabilité de la BoM.

Dans une allocution devant des gouverneurs des banques centrales des pays francophones le 23 mai dernier, le gouverneur de la BoM, se référant à la crise financière de 2008-2009, déclare que *“le maintien de la stabilité financière s'est révélé aussi important, voire plus important, que la stabilité des prix. Quelle rude leçon pour nous, banquiers centraux, qui croyions avoir trouvé dans le ciblage de l'inflation, l'équivalent monétaire du Saint Graal !”*

Soyons clairs en trois points. D'abord, ne pas croire dans le ciblage de l'inflation ne veut pas dire perdre la foi dans la stabilité des prix. Puis, celle-ci n'est ni un facteur ni un bon indicateur de la stabilité financière. Ensuite, on n'assure pas la stabilité financière en abaissant le taux d'intérêt. Ce qui a conduit à la crise financière, c'est le maintien des taux trop bas de la Fed entre 2003 et 2005.

Bâti sur la théorie quantitative de la monnaie de Fisher, le ciblage d'inflation a fait accepter l'idée que la stabilité du niveau général des prix favorise la stabilité financière. Mais même lorsque les prix sont stables, le malinvestissement peut s'accroître, étant encouragé par l'expansion monétaire. Les banques sous-estiment les risques, font des erreurs de prix et accordent encore plus de crédits.

L'accroissement du crédit est rendu possible par le fait que les taux pratiqués demeurent en dessous du taux naturel du marché. C'est la différence entre ces taux qui encourage l'investissement au-delà de l'épargne disponible. Lorsque les conditions sous-jacentes du marché (les préférences de consommation, la disponibilité des ressources et la technologie) restent inchangées, on ne doit pas assouplir les taux d'intérêt. Sinon, les activités de production qui survivent grâce à l'endettement paraîtront profitables, mais elles ne seront plus rentables dès lors que l'inflation oblige la BoM à relever le taux d'intérêt.

C'est d'une stabilité monétaire que nous avons besoin. Bien sûr, elle n'est pas suffisante à elle seule. Plusieurs autres aspects de la politique économique sont également indispensables à une croissance durable de l'économie.