



AMIT BAKHIRTA, CEO D'ANNEAU

Coronavirus

«Un ralentissement
de -3,7 % à -6,8 %
dans le pire
des scénarios»

L'épidémie du coronavirus obscurcit le jugement des analystes les plus aguerris et donne très peu de visibilité sur les **perspectives économiques**, observe le CEO d'Anneau. Pour Amit Bakhirta, il faut s'attendre à ce que l'inflexion économique mondiale se renforce lors des prochains trimestres. De même, il craint que l'environnement de faible taux d'intérêt donne lieu à une crise du crédit.



Après l'état d'urgence, c'est le couvre-feu qui a été décrété. Aujourd'hui, le pays se retrouve entièrement paralysé. C'est une situation sans précédent que nous n'avons pas connue depuis les deux grandes Guerres. Le monde pourrait-il se relever après un tel choc ?

Oui. Sans l'ombre d'un doute, le monde se remettra sur pied après ce choc. Philosophiquement et scientifiquement parlant, il est question de la manière fondamentale dont l'univers, la nature (la microbiologie, entre autres) sont conçus. On parle là d'un processus créatif et évolutif constant ; en nous-mêmes en tant qu'êtres vivants, dans les réalités que nous créons en tant qu'êtres humains, qu'il s'agisse de cycles économiques ou des marchés.

Il est important pour les investisseurs, les financiers, les dirigeants économiques, les décideurs politiques – nos élus – et la population en général d'essayer de distinguer l'intelligible du sensible. Je me permets ici de me référer à l'allégorie de la caverne de Platon.

Les médias, y compris les marchés des capitaux mondiaux (les ombres de réflexions des marionnettes sur les murs de la grotte, et donc le monde sensible), ne reflètent pas toujours la réalité 'réelle' des vrais événements de notre monde complexe (le côté 'intelligible'). Le seul

élément essentiel auquel je me permets de faire allusion est celui des prévisions d'Anneau (qui sont légèrement inférieures aux prévisions du FMI) ; d'ici 2035 à 2040 (à 5 ans selon le graphique du PIB nominal des États-Unis et de la Chine comme il est clairement illustré ici), à partir d'un PIB nominal d'environ 14 400 milliards USD en 2019 par rapport aux 21 400 milliards USD de PIB nominal des États-Unis, la Chine devrait vraisemblablement dépasser les États-Unis à un point d'inflexion du PIB nominal à environ 33 000 milliards de dollars).

Ce changement phénoménal imminent de la géopolitique mondiale est en train d'avoir et aura des ramifications géopolitiques mondiales au-delà des domaines dits sensibles. Le capitalisme et le communisme échoueront vraisemblablement comme jamais auparavant.

La Chine s'est déjà remise de cette pandémie, alors que le printemps et l'été arrivent en Europe, dans d'autres pays périphériques et aux États-Unis – en plus des mesures de confinement et des mesures de soutien monétaire / budgétaire annoncées –, nous nous attendons – notre cas de base jusqu'ici – à ce que l'inflexion économique mondiale se renforce au cours du deuxième semestre 2020, notamment au cours du troisième et / ou du quatrième trimestre.

«LE MONDE SE REMETTRA SUR PIED APRÈS CE CHOC»

Après la crise de 2007-08, dont on ressent d'ailleurs toujours les séquelles, on croyait ne pouvoir connaître une pire catastrophe. Cette crise sanitaire pourrait-elle avoir un impact encore plus grand que celui de la crise ?

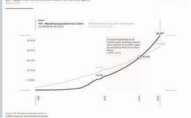
Fondamentalement, en soi (uniquement l'effet du coronavirus), je dirais non. Mais si on l'analyse en combinaison avec la distorsion et les ramifications actuelles de l'économie monétaire depuis la crise financière mondiale de 2008 et son environnement de taux d'intérêt bas à négatif, créant ainsi des bulles de prix des actifs, nous sommes effectivement confrontés à de graves risques de crise économique et de crédit qui devront être sagement abordés.

Le monde est confronté à une crise de politique monétaire et de crédit émanant et directement liée aux consé-

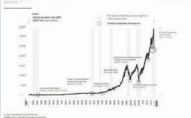
quences de la relance monétaire gigantesque et non prêtes à être utilisée pour éviter une dépression mondiale en 2009. En 2008, le système financier et bancaire du monde entier s'était presque effondré – c'était aussi près que possible d'un infarcissement économique – et si les États-Unis n'avaient pas réglé leur gâchis, nos systèmes économiques et sociaux auraient connu une amplification comparable à la dépression mondiale des années 1930.

Ces stimuli monétaires massifs à travers le monde ont maintenant conduit à un environnement de taux d'intérêt globalement très bas, dans lequel les prix des actifs sont bouillonnés tandis que la croissance économique reste relativement modérée. Les banques centrales mondiales – et non les bénéfices des entreprises – ont été les principaux 'dictateurs' directionnels des marchés des capitaux dans le monde. Ces taux d'intérêt bas à négatifs ne s'étaient jamais produits auparavant et personne ne sait comment tout cela se terminera. C'est un fait ! Cependant, il en résultera très certainement par la suite une normalisation économique mondiale. Les marchés américains, comme le montre le graphique ci-dessus du S&P 500 (de 1927 à 2020), ont, à de nombreuses reprises, naturellement rebondi vers la prospérité économique, et donc sociale.

Prévisions de la population mondiale de 2019 par rapport au PIB nominal des États-Unis et de la Chine



Indice Standard des États-Unis d'Amérique





Le ministre des Finances prévoit que l'impact sur la croissance devrait se situer entre 1 % et 6,5 %. Au niveau d'Anneau, avez-vous fait des simulations sur l'impact du Covid-19 sur l'économie mauricienne ?

Oui, il en est impératif. Cependant, nous devons garder une honnêteté intellectuelle et étant donné des variables très incertaines, nous ne serions pas, à ce stade, à faire pour fixer les chiffres avec certitude car l'écart entre le pire des cas, le cas de base et le meilleur des cas serait numériquement bien trop large.

Avec tout le respect et l'humilité qu'on observe, personnellement, je ne crois pas que quiconque, encore moins les économistes du monde, ou chez Anneau puissent prédire avec précision (avec une marge d'erreur acceptable) le court terme et l'avenir de l'impact sur notre croissance économique en 2020 lorsque les variables fondamentales sont tellement déformées (purements hypothétiques) à ce stade (cela peut être prédit dans une certaine mesure à plus long terme).

L'impact potentiel de 1 % à 6,5 % est beaucoup trop large et ce qu'ils nous disent effectivement, c'est simplement qu'ils ne savent pas !

Permettez-moi de bien vouloir expliquer : un impact de 1 % signifie qu'à partir de 3,6 % de la croissance du PIB en 2019, notre économie reculerait de -20 % avec une croissance finale du PIB s'établissant à 2,6 % en 2020. Je suppose que c'est le meilleur des cas. Sur le côté gauche de la bande énumérée – le pire des cas me semble-t-il –, un impact de -6,5 % entraînerait numériquement une contraction de -2,9 % de notre PIB et donc impliquerait une décléation d'environ -181 % par rapport à la dernière croissance de 3,6 % du PIB en 2019. Pour moi, de -28 % à -181 % est une échelle d'estimation beaucoup trop large et je comprends parfaitement les économistes du



«LA CHINE DEVRAIT VRAISEMBLABLEMENT DÉPASSER LES ÉTATS-UNIS»

ministère). Cependant, nous constatons aussi que les prédictions sont plutôt fortement biaisées du côté d'une contraction économique en 2020.

Cela dit, nous, chez Anneau, préférons plutôt une formule simple de jours de fermeture "PIB nominal moyen quotidien" par un facteur de 2,5 à 4,5 (selon la vitesse à laquelle le nombre d'infections déclenche non seulement à Maurice, mais aussi chez nos principaux partenaires commerciaux) car il ne serait finalement pas utile de verrouiller notre pays et notre système économique pour l'ouvrir à nouveau à nos principaux partenaires commerciaux – si le leur ne ralentit pas –, vu que cela créerait un effet de porte tournante et approfondirait l'effet multiplicateur de contraction.

Par conséquent, à ce stade particulier, nous préférons nous concentrer sur les aspects critiques les plus importants : qui est une augmentation imminente des risques d'une crise

du crédit à la barre souveraine dans le monde, y compris à Maurice. Et voir comment nos décideurs politiques à la Banque de Maurice devraient coordonner leurs mesures monétaires avec celles des politiques fiscales du ministère des Finances qui pourraient être confrontées à une décennie d'environnement de taux bas (à négatifs) pendant laquelle la Banque de Maurice risque de pousser tout l'accélérateur dont elle dispose et de ramener les taux d'intérêt locaux à zéro (espérons-le, pas négatifs) à Maurice.

Quelles sont vos prévisions et quelle est la méthodologie que vous utilisez pour faire vos projections ?

Comme mentionné ci-dessus, nos estimations sont, inhabituellement hypothétiques compte tenu des incertitudes – très dépendantes du nombre d'infections aux niveaux local et mondial et de l'efficacité de la coordination des politiques

monétaire et budgétaire par la Banque centrale et le ministère des Finances, malgré les risques d'une crise du crédit au niveau local, entre autres). Donc, nous estimons que le PIB pourrait bien se contracter entre -3,7 % et -6,8 % dans le pire des cas (raisonnable). Sur une base raisonnablement meilleure, on pourrait bien subir une contraction / expansion de -1,9 % à +1,3 %.

Nous utilisons généralement un ensemble d'outils de modélisation économique basés sur des séries chronologiques complémentés par le "bon sens".

Face au coronavirus, le gouvernement a choisi une riposte budgétaire et monétaire qui s'est matérialisée sous la forme d'un plan de relance de Rs 9,5 milliards. Ce «war-chest» sera-t-il suffisant pour résister à la crise ?

Lorsque vous partez en guerre, vous ne sortez pas immédiatement votre bazooka ! Par conséquent, la profondeur du coffre de guerre de notre gouvernement dépend – ou devrait dépendre fortement – du déroulement (de la profondeur numérique et multiplicative) de la crise imminente et de l'impact résultant sur l'économie. Je reste certain que nos marqueurs politiques comprennent que les coffres de guerre doivent être utilisés à bon escient car ce dernier a un prix, en particulier dans une situation où la Banque de Maurice fait face aux risques de stérilisation des mécanismes monétaires et que le gouvernement fait face à des risques encore plus élevés de devoir gonfler la position de la dette locale et extérieure du pays (déficit fiscal) ; entre autres via des coffres de guerre plus importants. Donc, la prudence est de mise.

Nous saluons ce début d'efforts coordonnés monétaires et budgétaires et fiscales de notre exécutif, mais le diable reste dans les détails et dans l'exécution.



Contrairement aux États-Unis dévoilant un ensemble de stimulants de 1 300 milliards de dollars USD (soit environ 6 % de son PIB de 21 400 milliards USD), les stimuli européens de 750 milliards d'euros (0,5 % seulement du PIB de 18 000 milliards d'euros de la zone euro), les premiers stimuli de notre gouvernement tournent à peu près à 2,2 % de la valeur ajoutée brute (VAB) déclarée en 2019 (aux prix courants du marché).

Bien que cela puisse suffire si les choses s'améliorent à partir de juillet / août de cette année, dans le cas contraire, 6 % à 8 % de stimuli GVA supplémentaires [c.-à-d. Rs 26 milliards - Rs 36 milliards additionnelles hors les dépenses sur les infrastructures] peuvent plausiblement être nécessaires afin de contrer une faiblesse économique plus grave et profonde.

Si l'économie se contracte au-delà de 2 % (et si cela se traduit par deux trimestres successifs de contraction économique ; et donc une récession technique), la Banque de Maurice n'aura d'autre alternative que de ramener le taux repo à moins de 2 %. Nous recommandons en toute humilité de le faire maintenant et non pas à la réunion du comité de politique monétaire prévue pour le 6 mai, moins de 1 % et même à 0 % ; c'est-à-dire qu'elle utili-

serait pleinement la politique monétaire et ses mécanismes de transmission.

Si la contraction persistait sur un troisième trimestre consécutif, les autorités bancaires n'auraient d'autre alternative : rappelez-vous qu'elles pressent déjà complètement l'accélérateur monétaire avec des taux d'intérêt déjà à zéro) que de commencer à imprimer de l'argent (et ainsi augmentant leur bilan) et commencer à acheter des actifs en difficulté financière (de sociétés privées et / ou cotées en Bourse et / ou publiques).

Si nous frappons le pire des cas et que l'économie se contracte pour le quatrième trimestre consécutif (baisse annualisée supérieure à 7 %), le virage devra alors se traduire inévitablement par une relance fiscale et budgétaire totale avec la baisse des taux d'imposition (taxes fiscales) pour des secteurs comme le tourisme, la restauration et l'hôtellerie, les transports, la fabrication et les autres exportateurs (c'est-à-dire pour les industries qui ont connu une baisse de plus de - 25 % à - 50 % de leurs revenus bruts moyens des trois dernières années).

Si notre économie franchit ce pont, les décideurs politiques devront peut-être inévitablement faire face à des déficits

fiscaux encore plus profonds et élevés et cela devrait ainsi se faire en accélérant l'émission d'obligations à la Banque de Maurice (pour maintenir les rendements inhérents du Trésor / des obligations plus bas), bien que dans une moindre mesure aussi aux détenteurs extérieurs de dettes.

Vu que nous sommes en période de crise, pour ne pas dire en guerre, comme le répètent ces jours-ci les grands dirigeants mondiaux, ne faudrait-il qu'on aille puiser dans nos réserves qui sont à un niveau confortable, totalisant plus de 13 mois d'importations ?

Étant donné la structure financière de notre économie, je serais extrêmement prudent en utilisant le terme confortable lorsqu'il s'agit de nos réserves. Le simple fait de considérer les réserves dans une perspective de plusieurs mois d'importations peut vraisemblablement être très trompeur. Notre économie et les réserves de change sous-jacentes dépendent fortement de la liquidité en devises émanant de notre système bancaire, financier et

offshore. Autrement dit, les dépôts des sociétés de global business en USD, EURO, GBP, JPY, ZAR, entre autres. Ces énormes dépôts, comme on l'a vu au cours des derniers mois, ont malheureusement tendance à connaître des sorties de capitaux volatiles en périodes de risque global élevées comme maintenant et de désactivation du risque, et donc de la pression sur la roupie et de sa tendance à la dépréciation.

Alors que la dépréciation est d'environ 10 % et plus par rapport au dollar américain jusqu'à présent, une sortie aigüe des dépôts des GBL (un écoulement du marché boursier local en plus de cela) pourrait bien affaiblir notre position réelle de réserves de devises étrangères fortes. Nos Central bankers devraient être très conscients de ce risque.

**«LES COFFRES
DE GUERRE
DOIVENT ÊTRE
UTILISÉS À BON
ESCIENT»**





«LA MCB SE NÉGOCIE À NOTRE HUMBLE AVIS À -40 % DE RABAIS»

Dans ses dernières prévisions, l'OCDE anticipe un ralentissement de la croissance mondiale de 0,5 point à 1,5 %. Au vu de la conjoncture actuelle, on a le sentiment que ces projections sont optimistes. Partagez-vous ce sentiment ?

Au moment où vous allez mettre sous presse, non. Nous croyons toujours en un scénario de base dans lequel le nombre mondial d'infections s'améliore considérablement d'ici le printemps et l'été (en Europe) et qui impliquerait une accélération de l'activité économique à partir de juin et une inflexion positive au second semestre de cette année, ce qui corroborerait avec leurs attentes raisonnablement optimistes. Cependant, les conséquences d'un environnement de taux d'intérêt bas (n'oubliez pas que la Réserve Fédérale aux États-Unis a également réduit ses taux d'intérêt à 0 %) est ce qui malheureusement nous inquiète le plus en ce moment.

Sur les marchés financiers, c'est la débâcle. Hormis les valeurs hôtelières, les grosses capitalisations comme MCB Group, généralement si résiliente, ont touché le fond lors du «Black Monday» du 9 mars. Jeudi dernier, le SEMDEX a de nouveau chuté de 9 %. Vos commentaires ?

Sélectivement, c'est un plaisir pour nous, car nous pouvons maintenant accumuler des sociétés fondamentalement saines, robustes et prometteuses pour nos clients à des prix «multigénérationnellement» bas.

Par exemple, la MCB, entre autres, a atteint un minimum pluriannuel de Rs 210,25 (contre un maximum de Rs 347,50 cette année !) et se négocie donc à notre humble avis, à -40 % de rabais (même si ses bénéfices font un pire coup de -25 % à -50 % en 2020 ; baisse

significative des bénéfices de ses clients, hausse du chômage, hausse des prêts non performants, compression de ses marges d'intérêt nettes dans un environnement de taux d'intérêt relativement plus bas, compression des revenus autres que des intérêts / revenus de négociation/trading, entre autres). Elle est toujours, à notre humble avis, une affaire très attractive (et donc représente une distorsion étonnante entre le prix du groupe financier et sa valeur dynamique réelle et intrinsèque) pour nos clients. Veuillez imaginer une situation où le prix pourrait grimper dans 5 à 10 ans (oui, vraisemblablement à Rs 400 ou plus !). Un certain nombre d'autres sociétés cotées en Bourse présentent aujourd'hui cette attractivité très similaire et nous nous réjouissons ainsi de cette opportunité multigénérationnelle pour nos clients. Cependant, les risques les plus intelligibles pour nous tournent autour de cette décennie de bas taux d'intérêt et de baisse des rendements des marchés des capitaux, ce qui oblige les sociétés d'assurances et les fonds de pension mondiaux et mauriciens à réajuster la valeur actuelle (présente) de leurs passifs et donc à trouver indéniablement un déficit croissant entre la valeur actuelle et la valeur future de leurs passifs. Sinon comment faire face à ces déficits à court et à long termes ? Cela, ce sera extrêmement compliqué.

En cette décennie pleine de promesses où les enjeux sont de taille, la pandémie du coronavirus est venue plonger le monde dans un épais brouillard avec peu de visibilité sur l'avenir. Comment voyez-vous le monde après le Covid-19 ?

L'économie mondiale continuera de croître à moyen et à long termes, bien que



consciente du fait que le Covid-19 a simplement accéléré et accentué les incertitudes concernant l'utilisation de politiques monétaires sans précédent pour supprimer les taux d'intérêt plus longtemps que fut nécessaire ; et donc la flambée des prix des actifs tandis que la croissance économique est restée modérée à l'échelle mondiale. Des taux d'intérêt bas à négatifs impliquent que les avantages de taux d'intérêt plus élevés n'existent plus (plus de taux minimal pour le retour sur investissement des actifs financiers / réels). Cela a pour effet d'augmenter également les risques que les banques centrales ne puissent plus utiliser les outils monétaires traditionnels en tant que mécanismes de contrôle et ceux-ci sont tenus d'avoir des effets plus profonds ; de telle sorte que nous n'avions pas prévu ou vu jusqu'à présent ! Cela peut inévitablement accentuer l'environnement désinflationniste mondial (non aidé par les guerres des prix du pétrole entre les Russes [contre principalement les frackers américains] et les Saoudiens. Nous anticipons donc des tensions géopolitiques mondiales, alors que les deux principales superpuissances économiques continuent de se "fracturer", et de nouvelles disparités sociales entraînant des affrontements à plus long terme entre les gauchistes et les droitiers, du communisme et du socialisme contre le capitalisme, entre autres, pour forger les prochaines décennies. Sur le plan économique, une croissance exponentielle des progrès technologiques (et un portage [carry] plus élevé résultant d'un élargissement des taux d'intérêt entre les économies développées et émergentes) permettra vraisemblablement aux pays émergents sélectifs de dépasser leurs homologues plus développés, et donc à une ère d'attractivité des marchés de capitaux des pays émergents et frontières vis-à-vis de ceux des marchés développés.



«LES CONSÉQUENCES D'UN ENVIRONNEMENT DE TAUX D'INTÉRÊT BAS EST CE QUI NOUS INQUIÈTE LE PLUS»

La mondialisation telle que nous la connaissons avec ses défaillances est-elle appelée à changer de visage pour un modèle plus global ?

La disparité ou l'inégalité croissante des revenus et richesses doit certainement conduire à plus de protectionnisme et de nationalisme dans certaines régions du monde, et cela peut au fil du temps conduire à un certain réajustement. Mais nous prions pour que cela ne modifie pas matériellement le capitalisme (ceux qui mettent beaucoup plus d'efforts et / ou prennent des risques significativement plus élevés que d'autres devraient être en conséquence très justement récompensés ; souvent de manière excessive). Ce système a certes, malheureusement, ses défauts (comme tout autre système) néanmoins qui se sont traduits par une prospérité économique et une prospérité sociale sans précédent qui ont sorti des millions de personnes de la pauvreté pendant le siècle dernier. Comme pour tout système et toute nature économique, les systèmes politiques et économiques sont

et resteront toujours très dynamiques et évolutifs.

Maurice est idéalement positionné à côté d'une balaine économique qui n'a pas encore atteint sa poussée économique et son potentiel optimal. Je fais référence ici à l'Afrique. Un changement fondamental et structurel de notre modèle éducatif, fiscal et économique vers l'Afrique nous permettra de maintenir un cap régional plutôt que global.

Dans un article paru dans le Harvard Business Review, le Boston Consulting Group rappelle qu'après chaque épidémie, il y a eu une reprise de l'économie mondiale en forme de V. Un phénomène qui s'explique par une nette reprise de la consommation. Se dirigera-t-on, selon vous, vers ce scénario une fois que le Covid-19 sera derrière nous ?

Nous aimerions, en effet, le croire et j'espère qu'il est encore très probable que nous vivions la même chose cette année au cours du deuxième semestre, si la situation s'améliore.

Pendant, alors que le coronavirus n'est guère l'alu-

mette qui allume le feu, l'environnement mondial et local des taux d'intérêt bas à négatifs peut être vraisemblablement pris en compte. Dans le même temps, le pétrole amplifie les complications économiques de cette nouvelle décennie.

Nous risquons bien de faire face aux risques d'un environnement de taux d'intérêt bas à négatifs qui épuise l'efficacité de la politique monétaire et aggrave notre situation de déficit budgétaire et fiscal et laisse ainsi le pays dans une crise de crédit plausible dans laquelle nos décideurs auront plus que jamais besoin d'une politique décisive et sage pour soutenir les stimuli fiscaux et budgétaires avec des baisses d'impôts importantes, les risques accrus d'un environnement budgétaire dégradé et une baisse de notre note de crédit souverain.

Ces temps-ci ne doivent pas être pris à la légère car il est de notre devoir de distinguer l'intelligible du sensible.

Richard LE BOW
Manraj Kavin MAHADO