

STABILITÉ FINANCIÈRE

LES RÉSERVES DE CHANGE SOUS FORTE PRESSION AVEC UN NOUVEAU «BAIL OUT»

LA SECONDE VAGUE DE LA COVID-19 VA TRÈS PROBABLEMENT POUSSER L'ÉTAT À SE TOURNER UNE NOUVELLE FOIS VERS LA BANQUE DE MAURICE DANS UNE TENTATIVE DE SOUTENIR L'ÉCONOMIE RÉELLE. IL FAUDRA MANŒVRER HABILÉMENT SOUS PEINE DE METTRE EN PÉRIL LA STABILITÉ DU SYSTÈME FINANCIER.

RICHARD LE BON



AMIT BAKSHIRA
(CEO D'ANNEAU)



DR SADEK RUHMALY
(ÉCONOMISTE)



KEVIN TEEROOVENGADAM
(ÉCONOMISTE)

À PAREILLE période l'année dernière, le pays recourait au confinement dans un effort de contenir la propagation du coronavirus. En raison des limites des instruments monétaires conventionnels, à l'instar des ajustements au taux repo et des interventions sur le marché interbancaire pour relancer la machinerie économique, le Trésor public sortait l'artillerie lourde en se tournant vers des mesures non conventionnelles comme l'assouplissement quantitatif. C'est ainsi que la Banque de Maurice effectuait un transfert unique de Rs 60 milliards au ministère des Finances pour le financement du Budget et annonçait qu'elle puiserait jusqu'à \$ 2 milliards de ses réserves pour le fonctionnement de la Mauritius Investment Corporation (MIC), dont la mission est de participer au capital des entreprises brassant un chiffre d'affaires d'au moins Rs 100 millions et qui se retrouvent en situation

de détresse financière.

Un an après, le reconfinement vient mettre en danger la stabilité de notre tissu socio-économique. Déjà, la réinstauration du *Wage Assistance Scheme* et du *Self-Employed Assistance Scheme* pour une période de deux semaines devrait coûter aux finances publiques autour de Rs 2 milliards. Si la période de confinement était prolongée, la situation pourrait davantage se compliquer. Dans ce contexte, le ministère des Finances n'aurait d'autre choix que de faire appel à la Banque de Maurice. Clairement, on se dirige vers ce scénario. D'ailleurs, lors de son point de presse en fin de semaine dernière, le ministre des Finances, Renganaden Padayachy, ne manquait pas de préciser que nos réserves de change représentent 13,4 mois d'importations et que cette masse monétaire sera particulièrement utile en cette période de crise.

Mais l'utilisation des fonds de la Banque centrale pose des problèmes de fond comme les risques que cela représente à la stabilité du système financier. Ce débat est d'autant plus pertinent que Moody's vient d'abaisser la note souveraine de Maurice de Baa1 à Baa2.

De l'avis de l'économiste Kevin Teeroovengadam, le «downgrade» de Moody's, – plus particulièrement ses perspectives négatives – est alarmant. D'autant plus que l'évaluation a été réalisée avant le second confinement, ce qui signifie que les perspectives sont encore plus négatives que ce que Moody's pensait initialement. Il y a un point important qu'il faut clarifier : il s'agit de savoir quel est le montant des \$ 2 milliards affectés à la MIC qui a déjà été engagé et combien il reste pour soutenir d'autres secteurs, tels que les PME, cette année. «La situation devient de plus en plus difficile et je pense qu'un certain nombre d'entreprises n'ont pas besoin de prêts supplémentaires, mais ont plutôt besoin d'une nouvelle injection de capitaux», observe-t-il.

LE FOREX SOUS PRESSION

Concernant le niveau des réserves et leur utilisation, Kevin Teeroovengadam est d'avis que cette question doit être abordée avec la plus grande prudence et qu'il convient de bien interpréter les chiffres.





LA BANQUE DE MAURICE A DÛ VENDRE PLUS DE \$ 1,1 MILLIARD CÉS 12 DERNIERS MOIS

Ainsi, estime-t-il, l'augmentation des emprunts du gouvernement depuis la crise auprès de prêteurs extérieurs tels que l'Agence française de développement, le Japon et l'Inde donne l'illusion d'une augmentation des réserves. En fin de compte, nous avons contracté des dettes extérieures qui ont augmenté de plus de 65 % en un an et la tendance va se poursuivre cette année.

De plus, la Banque de Maurice a dû vendre plus de \$ 1,1 milliard au cours des 12 derniers mois. Se-

lon Kevin Teeroovengadam, c'est «un véritable indicateur que notre forex est sous tension et je pense que cette tendance se poursuivra pendant au moins deux ans. Nous avons un problème de liquidités parce que nos exportations, nos investissements directs étrangers et les revenus du secteur touristique sont tous à la baisse». Quelle est la solution à ce problème de liquidités ? À cette question, notre interlocuteur fait ressortir qu'il est «très important que le gouvernement trouve des moyens de

freiner nos importations de produits non nécessaires au cours des deux prochaines années. Par exemple, instaurons une interdiction d'importation de voitures de luxe pour les deux prochaines années et réduisons notre facture d'importation, qui était de Rs 166 milliards en 2020 alors que nos exportations étaient d'environ Rs 70 milliards. Nous ne pouvons plus continuer avec des déficits commerciaux ad vitam eternam. Nous devons arrêter cette tendance immédiatement. Nous avons besoin de réformes structurelles massives, et nous devons le faire maintenant».

De son côté, le CEO d'Anneau, Amit Bakhirta, fait ressortir que l'un des risques majeurs est qu'on utilise de précieuses réserves accumulées depuis des décennies pour investir et renflouer des entreprises en détresse, alors que ce ne sont pas les réserves mais plutôt les billets et obligations de la Banque de Maurice (BoM bills/bonds) qui auraient dû être émis et utilisés. Ce serait beaucoup plus sage, soutient-il.

«Utiliser un tiers de nos réserves (peut-être plus) présente de nombreux risques, le principal étant le risque de crédit. C'est-à-dire le risque de défaut de ces sociétés en difficulté dans le temps et donc le risque de non-recouvrement. Ce qui serait un coup dur pour les réserves», prévient-il.

En outre, si un événement dit «Black swan» devait survenir comme une appréciation significative de l'euro et du dollar ou si les investisseurs mondiaux se lancent dans une course contre le dollar, ou encore si un hedge fund veut écraser notre roupie car il la juge faible et risquée, la Banque de Maurice sera alors vulnérable dans sa protection de la valeur de notre roupie. «Ces 'Black swans' peuvent envoyer la roupie dans une spirale (indépendamment, directionnelle) avec l'inflation en fuite, conduisant à une catastrophe économique. Par conséquent, dans le monde financier mondialisé d'aujourd'hui, nous ne devrions pas jouer avec des jouets que nous ne maîtrisons pas totalement», avertit-il.

Pourquoi le niveau des réserves semble élevé

Les réserves en devises étrangères couvrent 13,4 mois d'importations. Un niveau qui de prime abord semble confortable. Mais, de l'avis d'Amit Bakhirta, il faut être prudent car les mathématiques contribuent à augmenter ce taux de couverture des importations. Ainsi, nos importations pour 2020 ont chuté d'environ 20 % en roupies (approximativement -12 % en dollars). D'un autre côté, en termes réels en dollars américains, la valeur de nos réserves a, en fait, chuté de 1 % en 2020. D'où une couverture des importations plus élevée.



Autre danger : une utilisation outrancière des réserves de change peut donner lieu à une spirale inflationniste engendrée par une pression sur la roupie. Déjà, depuis décembre 2019, la roupie s'est dépréciée de 16,5 % par rapport à l'euro et de 10 % face au dollar.

Pour sa part, le Dr Sadek Ruhmaly fait remarquer que nous sommes déjà dans un contexte favorable à la dépréciation de la monnaie locale. Et que celle-ci va enflammer l'inflation importée. «Les mécanismes de transmission de l'inflation – exacerbés par l'affaiblissement de la monnaie – feront passer les taux d'intérêt réels en ter-

ritoire négatif. Un déséquilibre de la masse monétaire, des liquidités gonflées par un excès d'argent en circulation faussent les prix des actifs et les marchés des actions», analyse-t-il.

Sur la question des risques inflationnistes, Kevin Teeroovengadam renchérit qu'une série de facteurs internes et exogènes risquent de jouer en notre défaveur, comme la hausse du prix du pétrole sur le marché mondial, qui est passé de \$ 20 à \$ 65 le baril, la hausse du *Commodity metals price index* qui est déjà au plus haut que le niveau de 2011, ainsi que la hausse du *Commodity food index* et des coûts de fret. «Il

est donc certain que l'inflation augmentera encore et dépassera très probablement le niveau de 5 % cette année. Cela dit, nous devons nous rappeler que nous avons l'habitude d'avoir des taux d'inflation élevés de plus de 5 % avant 2010, mais le contexte était différent car Maurice enregistrait alors des taux de croissance très sains pour absorber les taux d'inflation élevés.»

Autant de facteurs que l'État et la Banque de Maurice devront prendre en considération dans leurs efforts de «bail out» les entreprises à un moment où la survie prime sur toute autre considération.

Les risques d'une politique monétaire non conventionnelle

Théoriquement, il n'y a pas de limite à une politique monétaire non conventionnelle tant que les marchés de capitaux le permettent (les investisseurs continuent de souscrire aux Bills/Bonds de la Banque de Maurice et aux Bills/Bonds du gouvernement mauricien) et ce, aux dépens de la valeur de la roupie. Plus la Banque centrale imprime des roupies, sans que cela ne s'accompagne d'une réelle croissance de la productivité économique, moins elle vaut.

Par contre, ce qui peut permuter, explique Amit Bakhiarta, c'est le rendement dont les investisseurs requièrent, principalement en fonction du risque de crédit du gouvernement et de la Banque centrale (c'est là que la notation de crédit du pays entre en jeu) ainsi que les anticipations inflationnistes des investisseurs dans le pays.



Attirer la diaspora pour lever des fonds

En cette période de crise, le mécanisme de transmission monétaire montre ses limites quant à sa capacité à relancer l'économie. Ainsi, le taux repo est actuellement à son taux le plus bas, soit à 1,85 %. Pour Kevin Teeroovengadam, il est clair qu'une nouvelle politique de détente monétaire ne sera pas d'une grande aide dans la conjonction actuelle. Pour nous en sortir, nous avons besoin de solutions autres que la politique monétaire et fiscale. Ainsi, il préconise qu'on ouvre Maurice aux investissements étrangers et qu'on ait recours également aux investissements de la diaspora. D'ailleurs, un certain nombre de pays émettent déjà des obligations de la diaspora pour lever des fonds.