

## Mauritius is not sheltered from global economic slowdown

By Sameer Sharma

International Monetary Fund's estimates indicate that global economic growth is expected to slowdown to 4.1% in 2008 as the sub prime crisis continues to take its toll on the US economy. Over the past five months, the US Federal Reserve has reduced the Fed Funds rate by more than 2% from 5.25% to the current 3%, and most analysts expect the Fed to reduce its benchmark rate by another 50 basis points by June in order to avoid a prolonged recession. Indeed most economists now believe that the US has already entered into a "mild" recession. With housing inventories still remaining at relatively high levels, the housing slump is likely to be with us throughout the year.

Despite heightened inflationary expectations, even the European Central Bank (ECB) has recently hinted that it may reduce rates in the coming months in order to avoid an economic slowdown (they are hesitant and will of course wait as long as they can to do so because inflation remains above target). When times are tough and when investors expect central banks to cut rates, they tend to buy government bonds which cause the price of treasuries to rise and yields to fall.

The last four months of 2007 were certainly a positive for the Mauritian Rupee. As yields on the international front continued to fall and as our rates remained relatively more stable, the differential widened and the Rupee gained strength. A wide differential generally means that holding Rupee denominated assets becomes more attractive than holding onto foreign currency denominated assets. Back in August 2007, the Fed Funds' rate stood at 5.25% while Mauritius' Repo rate stood at 9.25%. Today the Repo stands at 9% while the Fed Funds' rate stands at 3%. The yield on the US government 3-month Treasury Bill rate is even lower than the benchmark rate.

### With annual inflation at 8.9%, real interest rates cannot be allowed to go into negative territory

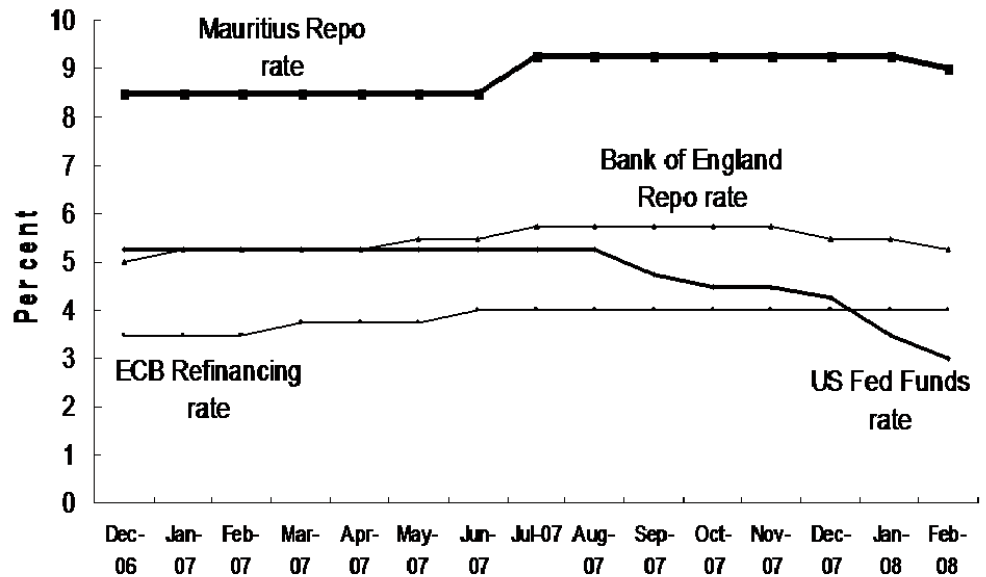
With annual inflation hovering at around the 8.9% mark in January 2008 (well above the Bank of Mauritius' desired target) and more importantly with inflationary expectations still remaining high, the BoM has been unable to follow its major trading partners in cutting rates by more than 25 basis points despite the appreciating Rupee's potential impact on

exporters and the economy.

The interest rate cut decision will not really have a major impact on the differential especially when the Fed is likely to continue to cut this year, but at least it signals to the Mauritian public that the BoM wants to see a much more stable Rupee. The BoM forex purchases can also be seen in this light in a market where foreign inflows remain strong (the differential has certainly contributed to this).

I now expect inflation to hover around the 8% range in June-July 2008 and at around 7.5% by next December mainly attributable to the base effect despite rising commodity prices.

Furthermore, over the past two months, the 3-month annualized rate of inflation has taken an upward trajectory, a trend that is only expected to last till April 2008. The BoM will need to be careful if yields on the 3-month T-Bill drop below 8% over the next few months as real rates may head towards the negative territory.



If exporters are looking for a weaker Rupee, they are probably going to be disappointed this year. With inflation at current levels, real interest rates (the difference between what you get in terms of interest minus the rise in prices during that same period) cannot be allowed to go into negative territory in an environment where the BoM is still very much lacking on the credibility front.

With a potentially too high wage increase (you can blame labour unions and power hungry politicians on both sides for that one) in the civil service and with many operators not cutting back on the price front despite a stronger Rupee, I have been forced to revise my previous inflation forecast (it is not an easy job to forecast) upwards for greater accuracy and to bring it more in line with what Mauritius Commercial Bank economists have recently published.

Hence, the BoM best response function would be to limit further Repo rate decreases and purchase as much forex as it possibly can.

Of course there will be limits to how much forex you can take out because if you buy forex, you exchange it for Rupees which can create liquidity headaches in a high inflation environment down the line. It will be a very tough year for the BoM.

Gross Domestic Product (GDP) growth is still expected to clock more than 5.5% this year while many companies are likely to feel the pinch of a strong Rupee but inflation and upside risks to inflation are so far much greater than the downside risks to growth.

## Assessing the appreciation of the Rupee

By Feroz Dahoo

Steadily, the Mauritian Rupee has appreciated against the majors throughout the year 2007 and more aggressively in the last quarter of the year where the depreciation of the US Dollar was around 5.9%, Euro around 2% and a dramatic 9.1% for the Pound sterling. Given the geo-political implications of the events around the world, the increasing oil prices, and the emergence of the so-called BRIC economies (Brazil, Russia, India, China) and their quest for resources and energy, let us focus on some of the factors pertinent to the local market for the Rupee appreciation and which are somehow linked with the inevitable consequence of demand and supply of the currency.

### Factors of Rupee appreciation

Funds having been flowing in from various bold decisions of the Mauritian Government, sectors like the real estate, financial sector and the hotel industry, the so-called sunrise industries, have been major contributors to this influx of foreign currency. An excess of foreign currency in the local market and far exceeding the demand for

on short term investments have definitely been contributing to an increasing appetite in buying local financial products and thus increasing the demand for the local currency against the foreign currency. This has also reduced the pace of capital flight to other destinations outside Mauritius. By the same token, corporates are also bringing in foreign currency loans contracted because of the low interest rates abroad.

One factor that has been frequently ignored has been the good health of the Mauritian stock market. Good performances, robust investment mechanisms and authorities, flexed procedures, political will to promote business facilitation, have all been somehow contributing to make Mauritius an extremely attractive investment destination, hence the excess of foreign currency in the local market, which in turn implies falling prices of foreign currencies.

The appropriate measures taken by the various authorities to curtail and contain inflation have also contributed for the appreciation of the

intensive sectors.

An indirect effect of currency appreciation is the disguised 'Dutch disease' that is explained by the lost of focus on other sectors of the economy like the manufacturing industry. Developments under the Integrated Resorts Scheme and creation of financial products in debt paper result in large inflows of foreign currency, thus accelerating the de-industrialisation of manufacturing and other related sectors.

Another simple effect is the common appeal of imported products due to the reduced price of foreign currencies.

### Will the local business suffer?

It would be foolish to dismiss out of hand the possibility that unchecked currency appreciation could undermine future export performance. It is a risk worth monitoring in the future. However, prompt interventions are required to keep at bay such appreciation.

During periods of inflationary pressures, the Bank of Mauritius (BoM) reduces its absorption of foreign currency. Obviously, in this period of Rupee appreciation, the BoM has resumed its intervention at a far more moderate rate.

### Will rupee appreciation persist over the year?

Interventions and transition plans to curb the sharp appreciation of the Rupee are being put in place to neutralize its effect and at the same time without deterring the long term investment flows.

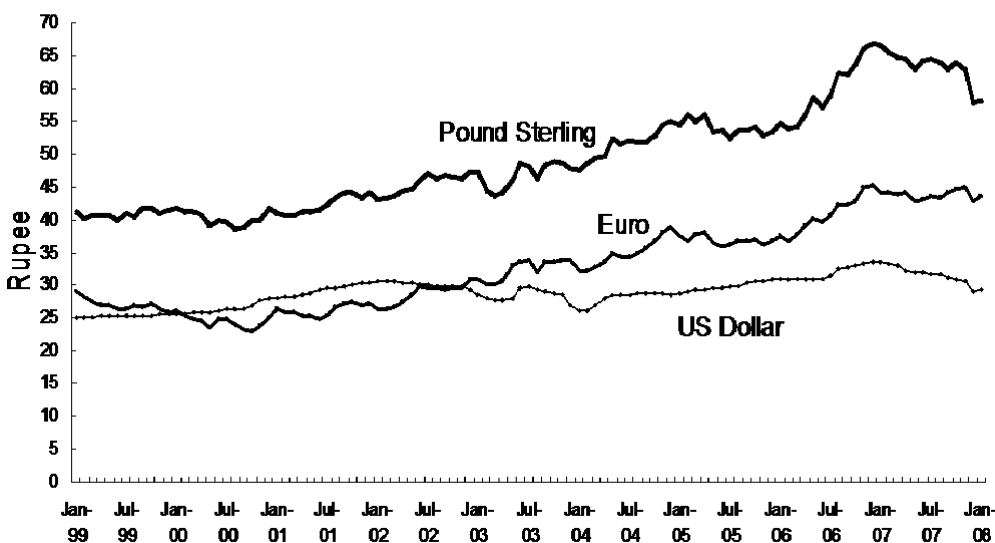
The slowing of the appreciation of the real exchange rate being undertaken by the BoM through its intervention is bringing immediate results to the market. The sustainability of its intervention in the medium term, however, is debatable. How far can the BoM continuously increase its foreign currency reserves?

The sterilisation approach of letting the revenues into the country slowly may also be adopted to ensure Mauritius with a stable revenue stream. However, given the local economic realities in terms of our excess of imports over exports, this appreciation of the Rupee may also be short lived in itself unless other diversified revenue generators are probed.

The appreciation and depreciation of any currency is the perpetual dilemma faced by all policy makers. The assessment of the causes of the appreciation of the rupee is good so far as the diagnosis goes. The problem is how to cure the disease — of abundance of foreign currency — without hurting the local industry and the economy. Fortunately, in the financial world, every problem has its own set of solutions to reverse the trend, bringing us back to the perpetual cycle of ups and downs.

Feroz Dahoo is the General Manager of Thomas Cook (Mauritius).

### Exchange Rate of the Rupee



same fuelled the disposal of foreign currency at lower prices, thus inevitably bringing an appreciation in the local currency.

A strong and sustained economic growth superior to 5% has been another factor that has boosted the confidence level of investors and consumers alike. Positive indications from the policy makers and the business environment have attracted various forms of funds inflows in both promising sectors and direct investments. Obviously, the positive perception of the politico-economic stability and sustainable growth rate has further attracted foreign currencies and thus enhanced levels of the Rupee.

The level of interest rates is very appealing for investors abroad to invest in Mauritius. Short term treasury bills have long been attracting two digits interest rates in spite of a falling local currency exchange risk. This appealing return

currency. Though, this appears somehow the reverse process, it is a fact that regular interventions in reducing the circulation of the local currency by issuing financial instruments at attractive rates, have not only attracted local investors, but also foreign investors, thus bringing additional foreign currency.

### Effects of Rupee appreciation

The sharp appreciation of the Rupee clearly has an impact on the viability of exports. While exports in foreign currency terms do not show significant signs of flagging, they certainly do when converted into rupees. Operating margins of exporters take a beating through the adverse conversion rate.

By extension, during sharp appreciation of our local currency, exporters may face a stronger rupee hurting growth by weakening the viability of some of the country's most employment-

## The banking industry beset by staff poaching

By Sooraj Fowdar

The Mauritian economy has experienced sustained growth over the past 25 years. With all the macroeconomic variables surging towards the targeted zone, the late 1980s were characterized by the shortage of workers mainly in the agricultural sector and the export processing zone, gradually driving up wages. There was also a shortage of skilled labour, a new phenomenon in Mauritius at that time.

On the other hand, it could be argued that the 1990s were contrasting in terms of economic growth. With the liberalization of the exchange rates and the will to further develop the financial services sector, Mauritius entered a new age of economic development. The financial services sector emerged as the fourth pillar of the economy.

### Banking professionals are experiencing higher mobility within the industry

The causal-effect relationship between economic growth and financial growth is yet to be determined. Lack of appropriate data has made this task difficult. These two are however interlinked. Most countries, at the onset of industrialization, relied significantly on the agricultural sector. At a latter stage, economic, economic development was mainly driven by the manufacturing sector. Finally, the services sector usually develops into a high value added sector, thus further enhancing the standard of living of the population.

The past few years have witnessed major development in the financial services sector: new banks setting up their operations in the island, new banking licenses being granted, large players in financial data processing transferring their activities to Mauritius, and the consolidation of Mauritius as the ideal partner for business people from Asia and Africa.

Competition among banks has never been so high. The rate of turnover among banking professionals is high. Banking professionals are experiencing higher mobility within the banking sector. Non-banking professionals are offered challenging opportunities to join the banking sector. Data from the Central Statistics Office reveals that the average monthly salary is the highest for the financial services sector, and this is expected to rise more than proportionately in the future. Given the actual situation, can we argue that staff poaching is a testimony to over-banking in Mauritius?

Staff poaching is a result of a mismatch in the demand and supply of labour. The demand for

labour may increase because of an increase in the marginal revenue product or enhanced efficiency and profitability of the firm or sector. On the other hand, supply of skilled labour is inelastic in the short run. Factors that influence the supply of labour are the size of the population, the size of school and university leavers, net migration, training facilities available and job mobility across sectors, among others.

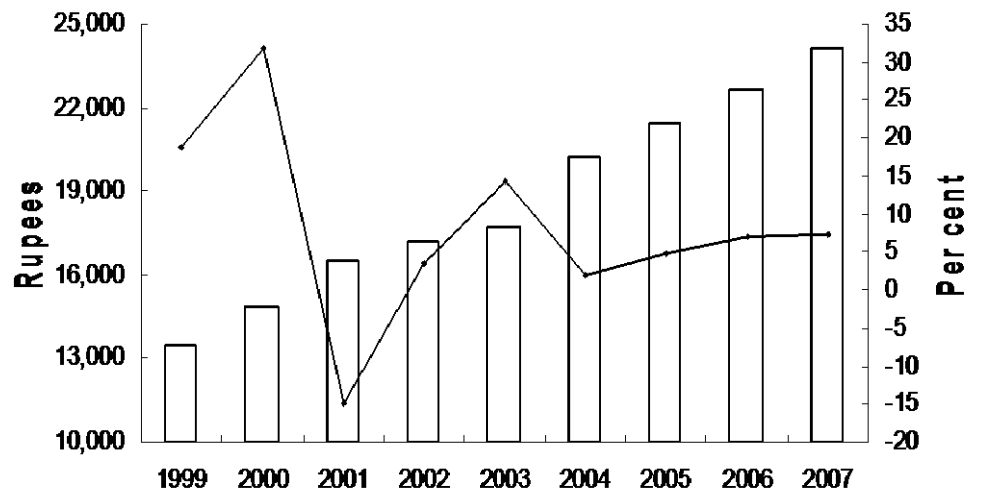
Employers are talking directly to potential candidates who are already employed in a rival bank, with a view to luring them to a new bank. It is no longer the case for job hunting. Instead, there is a vicious head hunting going on.

### Disequilibrium in the demand and supply for labour

Demand for skilled labour in the banking sector has increased mainly because of the increase in

On the other hand, over-banking is a situation where there are too many players in the market such that all of them will not be able to survive financially in the long run. It is true to say that today we have more banks in the Mauritian banking sector. But the banking market has been expanding very fast. Profits made by banks are soaring to new heights.

With the prevailing market conditions, banks will continue to pay high salaries as far as the marginal cost of labour is less than the marginal revenue generated. Staff poaching is a phenomenon related to disequilibrium in the demand and supply for labour. This is temporary and the market will revert to a new equilibrium in the medium or long run, depending on other endogenous and exogenous factors. Taking the learning curve as benchmark, it is expected that such a problem will be resolved in about 7 to 10 years.



□ Average Monthly Earnings in the Financial Intermediation sector (Left scale)  
 — Real Growth Rate in the Banking sector (Right scale)

the profitability of banks, the emergence of new activities and the application of new regulations and safety measures. In addition, new entrants have tried to lure experienced professionals from existing banks in order to kick-start their activities smoothly.

Skilled migration to Canada, Australia and other developed economies has stretched the supply of skilled labour in Mauritius. Moreover, training institutions are reacting too slowly in order to adjust to the need of the market. But then, many would argue that they are qualified, but they are not receiving any offer from employers. This is because the real problem on the supply side relies on the mismatch of skills rather than the shortage of skilled labour.

Finally, over-banking is related to the size of the market. Since the market is rapidly expanding, it may be argued that there is still room for new players. Staff poaching and over-banking are two different issues resulting from specific market conditions. The market is self-adjusting and there is no need for intervention. However, the ethical problem associated with staff poaching has to be addressed.

Sooraj Fowdar is a Senior Lecturer in Finance at University of Mauritius.

## Pas d'autonomie rodriguaise sans décentralisation fiscale

Par Eric Ng Ping Cheun

Pendant que des éditorialistes accueilleraient les premières élections régionales de Rodrigues avec des accents indépendantistes, l'auteur arguait, dans un article publié par Business Magazine le 25 septembre 2002, que l'île ne sera véritablement autonome que lorsqu'elle prélèvera ses impôts directs et indirects et décidera de ses propres dépenses. Cinq ans après, les illusions d'autonomie se sont évanouies. Nous reproduisons ci-dessous cet article qui s'avère d'une brûlante actualité.

gouvernement central. L'Assemblée Régionale aura le pouvoir législatif d'adopter des *Bills*, mais pour que ceux-ci deviennent lois, ils doivent obtenir l'approbation de l'Assemblée Nationale et du Président de la République. Comme quoi le Conseil Exécutif ne pourra que s'inféoder au gouvernement du jour pour espérer faire passer ses lois régionales.

### Le Conseil Exécutif a les mêmes devoirs que ceux énoncés sous le Local Government Act

L'Assemblée Régionale ne saurait outrepasser les pouvoirs qui lui sont explicitement stipulés. Ils touchent une gamme d'activités, tant des services publics (le judiciaire, l'aviation, le port, la douane) que du social (l'éducation, la santé, le logement, l'environnement) et de l'économique (les coopératives, la pêche, le commerce), mais ils visent principalement les aspects administratifs. C'est bien d'une autonomie administrative qu'il est question : l'administration de Rodrigues passe sous la houlette du Conseil Exécutif qui a quand même une fonction de gouvernance, conduit les affaires de l'île et applique les politiques

l'intégrité territoriale de la République, précisément sur la police, la défense et les affaires étrangères. Mais parmi les pouvoirs non dévolus à l'Assemblée Régionale se trouvent aussi les finances, ce qui va à rebours d'un régime de décentralisation fiscale. Le pouvoir d'imposer des impôts directs et indirects à Rodrigues demeure entre les mains de l'Assemblée Nationale, et toute loi en ce sens ne pourra être annulée ou interdite par l'Assemblée Régionale.

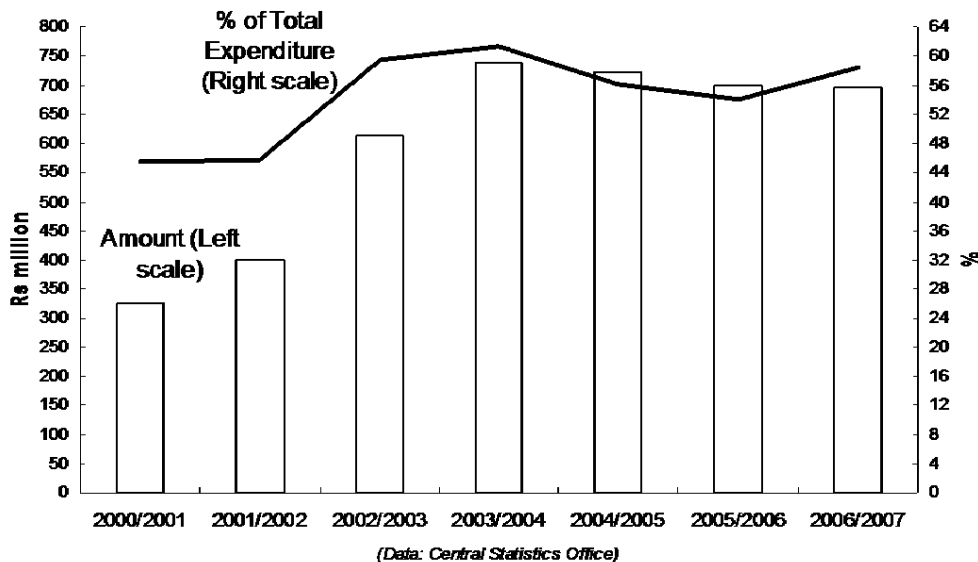
Or l'argent, dit-on, est le nerf de la guerre. Pour concrétiser des projets qu'ils auront promis, les membres du Conseil Exécutif dépendront carrément du ministre des Finances. Ils devront obtenir ses approbations même pour les emprunts à court et à long termes.

Cependant, l'Assemblée Régionale peut fixer de son propre chef et prélever des redevances contre l'octroi de permis que nécessitent les activités économiques et professionnelles à Rodrigues, comme c'est le cas dans toutes les collectivités locales. Du reste, le Conseil Exécutif a les mêmes devoirs que ceux énoncés sous le *Local Government Act*, à savoir fournir à la population rodriguaise des services tels que la voirie, la construction et l'entretien de routes et de lieux publics, et l'organisation de marchés, de foires et d'activités culturelles, sociales et sportives.

D'autre part, l'Assemblée Régionale peut décréter l'imposition de charges (*general rates*) aux propriétaires ou occupants de biens immobiliers, excluant les terres agricoles, les écoles et les édifices religieux. Mais un tel décret est applicable à condition qu'une motion de rejet ne soit pas déposée, puis adoptée, à l'Assemblée Nationale. De même qu'il ne devra y avoir aucune objection de la part du gouvernement central si l'Assemblée Régionale veut contracter des dons ou recevoir une assistance technique auprès des institutions étrangères.

On voit bien que l'Assemblée Régionale n'est pas habilitée à lever des fonds substantiels. Au contraire, elle servira de caissier receveur pour le Trésor public, à qui elle devra verser toutes les taxes sur les transactions, tels la TVA et les droits d'enregistrement. On peut aller jusqu'à dire que le budget de l'Assemblée Régionale sera fait par le ministre des Finances, tant il est vrai qu'il n'y a pas de dépenses sans revenus. L'Assemblée Nationale votera des crédits en faveur du *Rodrigues Consolidated Fund* pour subvenir aux dépenses courantes de l'Assemblée Régionale, ainsi qu'en faveur du *Rodrigues Capital Fund* pour financer des projets de développement.

### Government Expenditure on Community and Social Services



A Rodrigues, toutes les formations politiques en liste affichent leur conviction de donner à leur petite île une réelle "autonomie". Terme qu'il convient de mettre entre guillemets, tant il prêche à confusion. Le fait d'avoir sa propre assemblée politique, dont les représentants sont choisis souverainement par le peuple rodriguais, constitue certes une avancée démocratique, mais une vraie autonomie ne se limite pas à l'aspect électoral. D'ailleurs, l'élection libre est la porte d'entrée de la démocratie, et non la démocratie elle-même, laquelle suppose le respect des libertés individuelles, en particulier celui de la liberté de l'entrepreneur.

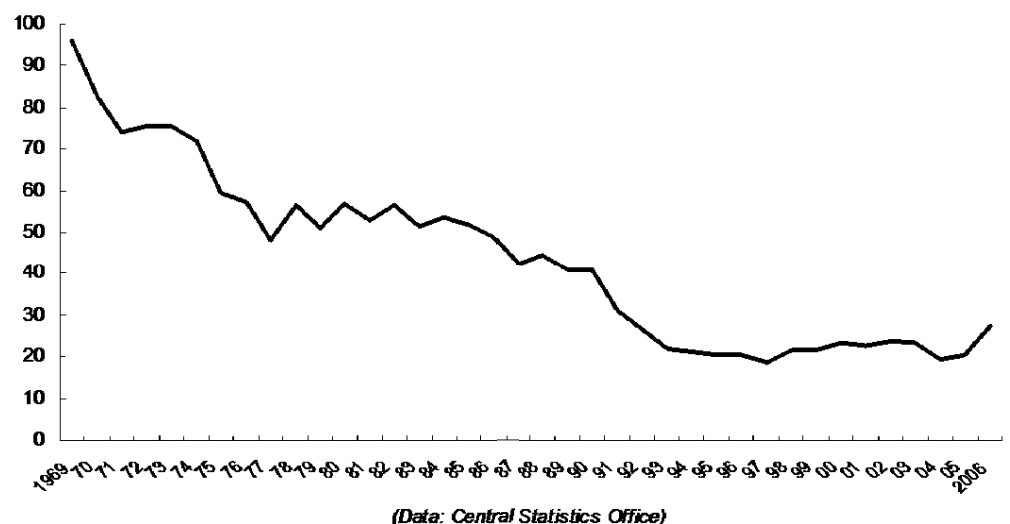
Il est bon de préciser que le rapport de l'ex-Juge Robert Ahnee avait pour objectif de proposer un système de *décentralisation* de Rodrigues, le terme *autonomie* ne figurant pas dans ses termes de référence. Mais, c'est vrai, autonomie est forcément liée à décentralisation. Quelle autonomie aura donc Rodrigues ? Il s'agira d'une décentralisation *administrative* plutôt que d'une décentralisation *fiscale*. Et cela fait un monde de différence.

De décentralisation *politique* effective, il n'y aura point non plus. L'Assemblée Régionale de Rodrigues aura dix-huit élus à partir desquels sera constitué un Conseil Exécutif, dont les membres s'apparentent à des ministres sans l'être vraiment, et ayant à sa tête un Chef Commissaire qui rendra toutefois des comptes au

appropriées.

Il est compréhensible que le gouvernement central garde la haute main sur ce qui a trait à la sécurité et à

### Infant Mortality Rate (The number of deaths to children aged under one year per 1,000 live births)



## La démocratie régionale repose sur le principe de subsidiarité

La démocratie régionale ne se résume pas à l'organisation d'élections régionales. Elle repose davantage sur l'application du principe de subsidiarité, par lequel le gouvernement central dévoue le plus de ses prérogatives possibles aux pouvoirs locaux.

Une telle approche, reconnue dans le monde comme une forme de gouvernance démocratique, résulte en une amélioration des services publics et en une allocation plus efficiente des ressources au sein de l'économie. La théorie traditionnelle des finances publiques, élaborée par Robert Musgrave en 1959, enseigne d'ailleurs que les fonctions de répartition du budget national opèrent le mieux au niveau des pouvoirs locaux, cependant que les fonctions de redistribution et de stabilisation devraient rester avec le pouvoir central.

Pour que Rodrigues jouisse d'une véritable autonomie, l'île doit avoir le pouvoir de prélever des impôts directs et indirects et de décider de ses propres dépenses. C'est cela la décentralisation fiscale, et elle sera un important moyen d'accroître la participation démocratique dans le processus de prise de décision politique, rehaussant ainsi la transparence et la responsabilisation des actions des autorités.

Décentraliser, c'est responsabiliser, et cela ne nécessite pas un *Fiscal Responsibility Act*. La décentralisation fiscale améliore l'allocation des ressources dans la mesure où elle augmente l'influence locale sur le secteur public.

Cependant, il existe une possibilité égale que la décentralisation fiscale transfère simplement le pouvoir des élites nationales aux élites locales et qu'un meilleur accès des élites locales aux ressources publiques accroît les occasions de corruption.

L'impact de la décentralisation fiscale sur la corruption dépend largement de la qualité des institutions locales, du cadre réglementaire et du degré auquel les officiels locaux peuvent être tenus responsables.

## Des incitations à l'effort fiscal sous contrainte budgétaire

La manière de décentraliser peut avoir un impact sur la gestion et la performance macroéconomiques, aggravant les déséquilibres budgétaires. L'Assemblée Régionale de Rodrigues aurait-elle pu gérer par elle-même le budget d'un milliard de roupies voté par l'Assemblée Nationale ? La réponse est donnée par le gouvernement lui-même qui, en n'accordant pas la décentralisation fiscale à Rodrigues, admet

implicite que l'île n'est pas encore prête pour la vraie autonomie.

Cette autonomie devra passer par une dévolution continue de pouvoirs en matière des revenus et des dépenses publiques. Le système des relations fiscales intergouvernementales aura à être réformé, et ce, de manière ordonnée. Rodrigues accroîtra l'autonomie des revenus en développant ses propres sources d'impôts (par exemple, les taxes immobilières) et en renforçant la capacité de son administration fiscale.

En attendant, le gouvernement central doit procéder à la supervision des emprunts de l'Assemblée Régionale, à la mise en place de procédures de faillite adéquates et à la formation locale d'une capacité de gestion des finances publiques. Il doit aussi s'assurer que le système actuel des transferts crée des incitations qui appellent à l'effort fiscal de l'Assemblée Régionale et qui imposent des contraintes budgétaires sur elle. Pour réduire le *moral hazard*, les transferts doivent se faire suivant des formules définies, et le partage des impôts selon des règles transparentes.

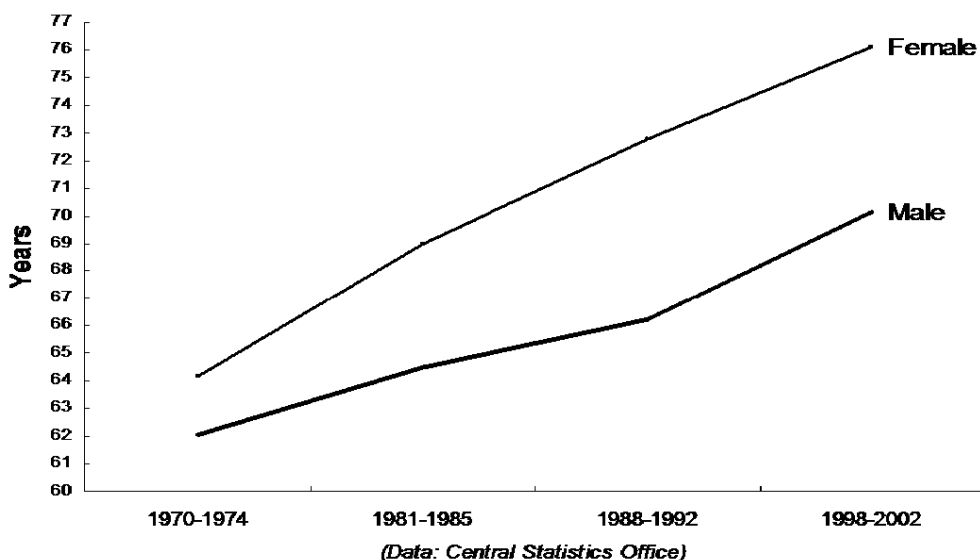
L'efficiency des dépenses décentralisées va de pair avec leur *accountability*.

C'est en fonction du degré de responsabilité de l'Assemblée Régionale vis-à-vis de l'électorat rodriguais que le transfert des pouvoirs des dépenses et des revenus devra être calibré. On peut croire que le système électoral de Rodrigues, mû par une bonne dose de proportionnelle ouvrant la voie à des opinions minoritaires, sera de nature à renforcer l'influence de l'électorat sur ses représentants. Comme quoi le succès de la décentralisation fiscale sera tributaire de la vitalité de la démocratie politique à Rodrigues.

## Les relations entre Port Louis et Port Mathurin doivent favoriser le développement du secteur privé

Faute de réformer d'abord les cadres administratif, légal et réglementaire pour promouvoir *transparency* et *accountability*, une éventuelle décentralisation fiscale, primordiale à l'émergence d'une véritable autonomie de Rodrigues, risque de contribuer à une instabilité macroéconomique.

## Life expectancy at birth



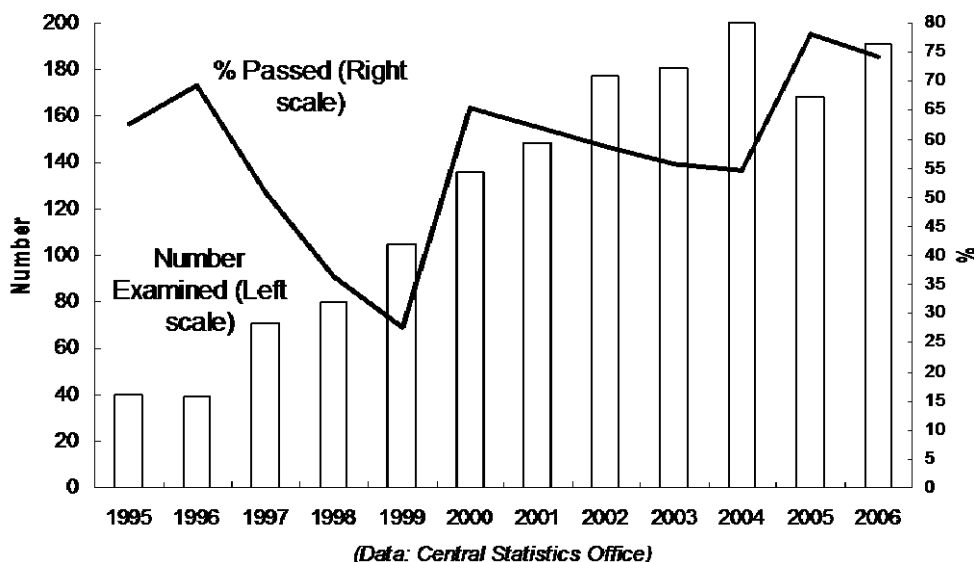
C'est ce même souci de clarté qui doit primer pour situer les responsabilités de l'Assemblée Régionale en matière de ses dépenses publiques. Rodrigues augmentera l'autonomie des dépenses en rationalisant les diverses catégories de dépenses, ainsi que les provisions de financement du gouvernement central.

Pour diminuer de tels risques, il importe que les relations intergouvernementales entre Port Louis et Port Mathurin évoluent de manière à favoriser le développement du secteur privé.

A ce chapitre, l'Etat domine encore très fortement le cours de la vie à Rodrigues. La fonction publique abrite d'ailleurs un tiers des employés de l'île. Malgré les généreuses incitations offertes par la Banque de Développement, le secteur privé rodriguais reste timide et peu innovateur, la plupart des entreprises étant de petite taille. Le chômage est en hausse sérieuse, tout comme la criminalité. Et l'île est privée de ses meilleurs cadres qui ont émigré à Maurice.

Il faut définitivement inciter les entrepreneurs mauriciens, très peu présents, ainsi que des investisseurs étrangers, introuvables, à établir des activités à Rodrigues. Comme le marché domestique n'est pas solvable, toute stratégie devra s'orienter vers l'exportation. L'allongement de la piste d'atterrissage à Pointe-Corail permettra que de gros porteurs s'y posent et que des liaisons aériennes directes s'établissent entre l'île et nos principaux marchés émetteurs de touristes. Davantage que d'être complémentaire de Maurice, Rodrigues gagnera à devenir une destination exclusive pour les très riches. C'est aussi ça, l'autonomie.

## Higher School Certificate



## Who is to blame for the subprime-led financial crisis

By Swadidq Nuthay

Each time something horrible happens, it does not take long before blame starts to be assigned. In the present subprime mortgage crisis, however, it is difficult to pinpoint anyone in isolation. Instead, this mess is a collective conception of the world's central banks, homeowners, lenders, credit rating agencies and underwriters and, last but not least, investors. The cause of the crisis we are watching today is probably the sequel of decisions taken six years ago.

What are subprime loans? They are higher credit risk loans reflecting the borrower's poor credit history, little or no documentation of the borrower's income stream, high loan-to-value ratios and high debt-to-income ratios.

### The Process of Securitization

In the late 2001, when fear of global terror attacks (September 11) hit an already-struggling US economy, that was just beginning to come out of the recession following the burst of the tech bubble of the late 1990s. The US Federal Reserve began cutting rates dramatically with a view to expanding the money supply and encouraging borrowing, aiming at stimulating spending and investment. As a result, the US economy began to steadily expand in 2002.

Moreover, the low interest rate environment pushed the US housing market into a frenzy as the number of homes sold – and the prices they are sold for – increased significantly. With an exploding real estate market, an updated form of the asset backed securities known as CDO's (collateralized debt obligation) was also being created. However, these CDO's were being stuffed with subprime mortgage loans.

Indeed banks have been aggressively wrapping their residential mortgage loans into different class of marketable securities, which were sold to a wide range of financial institutions and individual investors. These

financial products offered relatively high yields that were paid out of the cash flows received from the pool of loans backing the securities.

The subprime loans were then placed into different risk classes, or tranches, each of which came with its own repayment schedule. Surprisingly, the upper tranches were in position to receive "Investment Ratings" from credit agencies even if the underlying assets were subprime loans! These tranches were promised the first dollars that came into the product structure. Lower tranches carried higher coupon rates to compensate for the increased default risk.

### Who Should Be Blame?

**Banks:** When the central banks flooded the markets with capital liquidity, it not only lowered interest rates, but also broadly reduced risk premiums as investors sought riskier opportunities to bolster their investment returns. At the same time, banks found themselves with ample capital to lend and, like investors, an increased willingness to undertake additional risk to increase their returns. However, by moving loans off their balance sheets, banks were not only able to release additional capital but also offload the risks associated with these loans. Thus, they had little incentive to monitor the credit borrowers of their clients.

**Borrowers:** When it became so easy to get mortgage loans, people began to enroll into an extremely risky game by buying houses they could barely afford. They were able to make these purchases with non-traditional mortgages such as interest-only mortgages that offered low introductory rates and minimal initial costs such as "no down payment".

Their hopes laid in the continued price appreciation which, they believed, would have allowed them to eventually refinance their loans at lower rates. However, instead of continued appreciation, the housing bubble burst, and

prices dropped rapidly. As a result, many homeowners were simply forced to default on their mortgages.

**Investors:** Attracted by the high yields on the CDO's, investors very often had overlooked the degree of risks they were taking. The complexity of the structured debt products were such that at times investors did not really understand the underlying risks.

**Hedge Funds:** Hedge funds have their share of responsibility in the current credit crunch. There is a type of hedge fund strategy that can be best described as "credit arbitrage". It involves purchasing subprime bonds on credit and hedging these positions with credit default swaps. By using leverage, hedge funds were able to purchase a lot more CDOs and bonds than they could with existing capital alone, thus magnifying the demand for CDOs.

Owing to the fact that hedge funds use a significant amount of leverage, losses were amplified and many hedge funds shut down operations as they ran out of money in the face of margin calls.

Overall, it was a mix of factors and participants that precipitated the current subprime mess. Ultimately, though, human behavior and greed drove the demand, supply and the investor appetite for these types of loans. Hindsight is always 20/20, and it is now obvious that there was a lack of wisdom on the part of many. However, there are countless examples of markets lacking wisdom, most recently the dotcom bubble and ensuing "irrational exuberance" on the part of investors.

It seems to be a fact of life that investors will always extrapolate current conditions too far into the future – good, bad or ugly.

Swadidq Nuthay is a Fund Manager at ACMS.

John Maynard Keynes n'a pas sorti les Etats-Unis de la Grande Dépression, bien au contraire le « New Deal » qu'il a inspiré à partir de 1933 a déprimé un peu plus encore l'économie américaine. A nouveau, les erreurs de Keynes ont plongé l'économie mondiale dans la crise des années 1970. Mais au moins cette fois-ci la leçon avait-elle été tirée et, sur les conseils d'économistes comme Milton Friedman et Friedrich Hayek, le keynésianisme semblait définitivement banni des politiques économiques.

Hélas, voici que le keynésianisme ressuscite. Il fait un spectaculaire retour aux Etats-Unis, dans le camp démocrate, mais aussi à la Fed. L'escalade la plus spectaculaire est cependant celle du Fonds Monétaire International (FMI), dont le nouveau directeur général, Dominique Strauss-Kahn, vient (à Davos) d'appeler à une relance mondiale, monétaire et budgétaire. Par comparaison, la Banque Centrale Européenne (BCE) fait figure d'un bastion ultra-conservateur !

Eléphant socialiste, M. Strauss-Kahn est un mammoth keynésien. Il veut donc changer le FMI, et l'engager dans une croisade néo-keynésienne. « *La crise que nous vivons vient des Etats-Unis, mais c'est une crise qui doit être traitée au niveau mondial* », dit-il, et il précise : « *Nous devons avoir un système de consultation et de coordination plus fort. Il existe pour la politique monétaire. Nous en avons besoin aussi pour la politique budgétaire, car on ne viendra pas à bout de cette crise avec les seuls instruments de politique monétaire* ».

Voilà un sacré virage que le nouveau directeur fait prendre au FMI. Alors que cet organisme conseillait partout la rigueur monétaire et budgétaire, la lutte contre l'inflation, voire la réduction des dépenses publiques, voici que maintenant, sous l'impulsion de M. Strauss-Kahn, le FMI renverserait la vapeur. Il appellerait les pays qui, au prix d'efforts de maîtrise de la dépense, ont su redresser leurs finances publiques, à relancer la demande, c'est-à-dire à accroître les dépenses publiques et à revenir au déficit budgétaire.

### Des plans d'irrigation pendant le déluge

Le FMI va donc lancer une procédure de « consultation multilatérale » pour coordonner cette action de relance.

## FMI : le mammoth keynésien libéré des glaces

Par Jean-Yves Naudet

Certains Américains ont salué le fait que, pour la première fois, le FMI préconise la relance plutôt que la rigueur. En France, Christine Lagarde a répondu aussitôt oui : « *Nous avons besoin d'une combinaison de politique monétaire et budgétaire* ». Voici donc le keynésianisme devenu politique mondialisée. Rappelons d'abord quelques principes de cette politique. Principalement, il s'agit de relancer la demande globale. Celle-ci est composée de la consommation, des investissements et des dépenses publiques. Relancer la consommation passe pour Keynes avant tout par une hausse des dépenses de transferts, des dépenses sociales, donc par un déficit budgétaire ; relancer la dépense publique signifie pour l'Etat dépenser plus en fonctionnement ou en équipements et donc provoquer un déficit budgétaire massif. Relancer l'investissement passe avant tout par la baisse des taux d'intérêt, grâce à une création massive de monnaie. La politique keynésienne est mauvaise en soi. Mais elle est encore plus inadaptée à la conjoncture actuelle, marquée par la stagflation. Dans les années 1930, il y avait chômage sans inflation (et même avec déflation). Keynes pouvait soutenir (à tort) que cela venait d'une faiblesse de la demande. Et il expliquait en sens inverse l'inflation par un excès de demande.

Mais s'il y a chômage et inflation, c'est-à-dire stagflation, le keynésianisme n'a plus de raison d'être, pas davantage que la solution keynésienne : relancer dans une situation d'inflation, c'est créer plus d'inflation encore. Jacques Rueff parlait à propos de cette politique d'un « plan d'irrigation pendant le déluge ». « *Après nous le déluge* a toujours été la devise des socialistes », a dit Ludwig von Mises.

### On peut se passer du FMI

Depuis quelque temps, le déluge monétaire est organisé par la Fed : la banque centrale américaine ne cesse de baisser les taux d'intérêt (encore récemment de 0,75 points, puis de 0,5 une semaine après) au prétexte de prévenir le risque de récession. Le résultat est naturellement un dérapage de la masse monétaire qui à son tour va relancer l'inflation, tandis que l'impact sur la

croissance sera nul, comme le montrent toutes les expériences précédentes.

Par comparaison, la BCE, en refusant de baisser ses taux et en privilégiant la lutte contre l'inflation, conformément à sa mission, est plus rigoureuse. Elle a su résister aux pressions politiques. Mais sa gestion est loin d'être parfaite, puisque la masse monétaire M3 progresse actuellement dans la zone euro de près de 12%, ce qui est clairement inflationniste. Cependant, la nouveauté introduite aujourd'hui par le FMI concerne la politique budgétaire. Pour l'instant, la situation des divers pays est très contrastée : certains, notamment en Europe, connaissent des excédents budgétaires, tandis que d'autres, comme la France, sont en déficit important. Toutefois, certains déficits ne sont pas inquiétants si, comme aux Etats-Unis, ils sont dus à une baisse des impôts. A terme l'effet Laffer peut jouer car des taux d'imposition abaissés encouragent l'entreprise, l'épargne et le travail, et accélèrent la croissance, donc la matière imposable : les recettes fiscales augmentent ! Or, M. Strauss-Kahn veut régler tous les budgets sur la relance budgétaire, ce qui signifie la hausse des dépenses publiques et le retour général aux déficits massifs.

Le résultat est prévisible : jamais une relance de la demande, monétaire ou budgétaire, n'a créé un seul emploi ou le moindre point de croissance, mais elle a toujours créé un surcroît d'inflation. Par contraste, la rigueur monétaire améliore la gestion et rend le marché plus efficace, et la rigueur budgétaire comprime les dépenses publiques et stimule l'offre. Accompagnées de réformes structurelles, pour favoriser flexibilité et concurrence, ces mesures de rigueur assurent la croissance mondiale.

Ce n'est pas la coordination des politiques étatiques, proposée par M. Strauss-Kahn, qui préservera le dynamisme de la mondialisation, c'est la libre entreprise et le libre échange, et l'affranchissement de l'Etat, de ses prélèvements et de ses réglementations. Il est vrai qu'à ce jeu une organisation comme le FMI n'a pas vraiment d'utilité. Sans le FMI, l'économie mondiale ne s'en porterait que mieux.

Jean-Yves Naudet est professeur d'économie à l'Université d'Aix-Marseille III.

**Mauritius is not sheltered from global economic slowdown**

By Sameer Sharma - cont. from Pg 1

**The opportunity cost of holding onto Mauritian equities remains high**

Foreign inflows have also made their way (in greater volume) to the Mauritian stock market over the last few months and the SEMTRI has continued to soar to new heights despite an ever increasing price to earnings ratio. In fact the forward earnings yield of the market, that is the inverse of the forward Price Earnings Ratio, remains below the five and seven year Government of Mauritius bond yields. Long term Government bonds are used as a risk free proxy in finance and logically since equities are riskier, their earnings yields need to be higher than the long term bond yield.

The opportunity cost of holding onto Mauritian equities has so far remained high. If one adds the market capitalisation of the SEMDEX to that of the Development & Enterprise Market (DEM), one would get to a figure that is slightly higher than the country's GDP. Do not think that this is a cheap market!

Foreigners have continued to increase their exposure to frontier markets since the beginning of the sub prime crisis in order to seek lower correlation to global and emerging markets equities. MSCI-Barra did not recently launch the MSCI Frontier Markets benchmark index because of low demand!

Mauritians should not be surprised that when one has the ability to buy in bulk in a relatively illiquid and inefficient market, prices will rise (that is what happens when your market is not that liquid). Foreign fund managers are not naïve. Anyone who has spent any time reading the newsletters of frontier market funds invested into Africa will quickly notice that the investment strategy is precisely to buy in bulk the most liquid stocks of the illiquid lot in order to create price inflation and thereby profit from market inefficiencies. Provided demand remains stable, this strategy will continue to work wonders for them.

African funds have also seen high inflows in 2007. On average Mauritius accounts for 7% to 10% of most known Sub Saharan equity funds (excluding South Africa). If a fund manager gets more money, he will simply reallocate according to his template. This does not mean that he has suddenly become more optimistic about Mauritian equities than he was a few days before he got the money.

So do not be too shocked about all those foreigners buying more Mauritian stocks. Certainly, frontier markets will eventually become increasingly liquid and correlated to global equities and then we will all be happy about how smart an investor we really were during the days when the market was less efficient and almost guaranteed asset

inflation!

Mauritius should be careful however. If the global economic slowdown is more pronounced or lasts longer than expected, commodities could take a hit and foreigners could quickly take their money out in bulk from commodity driven Africa. The fund manager would disinvest in the most liquid stocks that he owns and you can bet that Mauritian stocks would form part of this disinvestment. Redemptions need to be satisfied after all.

Hence, some investors need to be less subjective in Mauritius and follow bond to earnings yield differentials and other multiples more closely. Diversify your portfolio into other asset classes and follow the fundamentals of your company more closely or pay the consequences! You do not need to be a financial analyst to realise that unfavourable currency movements could have a negative impact on the bottom line of some companies this year. Let us hope the Chief Finance Officers know how to hedge properly.

**It is the release of timely information that brings in investors and creates more liquidity.**

More importantly demand from the stock exchange to change the rules more quickly. Quarterly reporting was needed yesterday but we also need companies to release their accounts within 5 to 6 weeks of the end of each quarter or else quarterly reporting will be worthless. It is the release of timely information that brings in investors and it is information that will create more liquidity.

Furthermore companies do not raise capital for free or cheaply in a stock market. Basic finance tells us that the required rate of return on equity by an investor is always higher than the risk free rate. It is not too much to ask if investors want accounts to be released much faster so that they can make sound decisions and better protect their hard earned money.

Mauritius is after all a country that is blessed with so many accountants. If the rest of the world can release accounts quickly, I see no reason why we need to make up reasons or be so alien to this idea. Look at the DEM: it has barely grown since 2007. The DEM went up when it just started out due to a combo of excitement at first during the first month and then on low volume. The DEM was supposed to bring in more choices and more diversification, but it has failed miserably so far.

If you do know how these companies are currently performing, then you most probably have inside information (which defeats the whole point of a stock market). Exemptions need to end this year and unfairness needs to be diminished. While most Mauritians do not

directly invest in stocks, their pension funds probably do and they should demand more from the Stock Exchange of Mauritius. Nobody complains when markets go up and everyone ignores the obvious flaws, but things can get nasty when markets fall. It is hoped that the Securities (amendment) Act of 2007 will be adhered to in a timely manner and exemptions will be rare to non existent!

Finally exporters and importers will need to hold on tight this year. BNP Paribas, one of the best forex forecasters in the world has recently predicted that the dollar would actually rally this year against the Euro because expectations of further rate cuts in the US were already more than factored into the current level of the dollar. With the ECB likely to cut rates, BNP Paribas has predicted the Euro/USD exchange rate at 1.36 by year end.

While the best forecasters are those who do not make any, the credit crisis will certainly have an impact on the Rupee and will probably continue to impact the Mauritian small and highly concentrated stock market in 2008. Correlation to other markets may be low but it does not mean that Mauritius will not be impacted.

The Bank of Mauritius will find itself stuck between a stone and a hard place in terms of stabilizing the Rupee and at the same time catering to inflation, while power hungry politicians from both sides and labour unions are likely to continue to play politics with the future of the Mauritian economy. Expect a potentially too high wage increase in the civil service this year and expect this to translate itself into further upward pressure on the inflation rate which will eventually cancel out the wage increase itself!

Sameer Sharma is a financial analyst working in Canada.



Published by PluriConseil Ltd

Director: Eric Ng Ping Cheun

Address: 27, Mgr. Gonin Street, Port Louis, Mauritius

Tel: (230) 213 6719

Fax: (230) 234 2761

Email: [conjoncture@intnet.mu](mailto:conjoncture@intnet.mu)

Website: [www.pluriconseil.com](http://www.pluriconseil.com)

Printed by Cathay Printing Ltd

Reprint of articles is allowed upon written authorization of the publisher.

## Une économie petite, ouverte et dépendante

Par Roland Lamusse

L'île Maurice a une économie très ouverte et très exposée aux conditions sur les grands marchés où elle exporte l'essentiel de notre production des biens et services et d'où elle importe la majeure partie des biens de consommation. Nous ne contrôlons pas les prix et conditions sur nos marchés d'exportation et d'importation. C'est une des caractéristiques fondamentales d'une petite économie faiblement diversifiée comme celle de Maurice.

### Notre dépendance sur les marchés d'exportation s'accroîtra

Nous sommes donc des 'pricetakers' sur nos marchés d'exportation et d'importation. Notre dépendance sur les grands marchés s'accroîtra au rythme de notre développement économique dans la mesure où cette croissance dépend d'une augmentation de la valeur de nos exportations et d'une plus grande diversification de nos exportations et de nos sources d'approvisionnement.

Les événements qui influencent notre évolution économique échappent dans une grande mesure au contrôle des autorités. Une très forte proportion des biens et services produits localement (sucre, produits textiles, tourisme) est exportée. La majeure partie des biens et services consommés localement sont des services domestiques, comme les soins ménagers, les soins médicaux, le transport, l'enseignement. D'ailleurs, une part de ces services est aujourd'hui consommée par des étrangers dans notre petite économie.

Celle-ci cherche à étendre le champ de ses exportations de services avec le développement d'activités liées au tourisme, l'ouverture des services financiers, le « business process outsourcing », les assurances, les opérations offshore et les projets sous Integrated Resorts Scheme, les nouveaux « niches markets », pour répondre aux besoins de la nouvelle clientèle huppée.

Par ailleurs, tout semble indiquer qu'avec la levée des restrictions et la mondialisation des échanges, il y aura un accroissement de la dépendance des petites économies sur les grands flux internationaux du commerce et des opérations financières. Le concept de la dépendance économique est lié à la vulnérabilité des petites économies aux perturbations internationales. Une économie dépendante est très perméable aux événements à l'échelle mondiale.

La dépendance externe des petites économies se reflète dans leur structure, caractérisée par la faiblesse des transactions entre les différents secteurs à l'intérieur du système. Les échanges se font essentiellement avec l'étranger. Il en résulte un dysfonctionnement du système, d'où le faible impact de la croissance dans un secteur particulier sur les autres secteurs. Le pays dans son ensemble tire peu d'avantages de cette croissance qui profite surtout aux partenaires étrangers.

La croissance économique à Maurice provient surtout de ses exportations. L'économie mauricienne gravite autour des exportations. Par ailleurs, les exportations représentent une partie importante de la demande globale, ce qui résulte en une augmentation des revenus et des investissements publics et privés.

### Plus d'exportations, plus de liquidités

L'accroissement des devises provenant des exportations entraîne une augmentation des liquidités. Vu sous cet angle, il apparaît donc que le montant de la monnaie en circulation échappe dans une certaine mesure au contrôle des autorités qui doivent intervenir pour éponger l'excès de liquidités dans le pays afin de contrôler les pressions inflationnistes et protéger la valeur de la roupie.

Ainsi, d'après *Business Magazine*, la Banque de Maurice (BoM) a épongé Rs 2,3 milliards de devises étrangères du marché en décembre 2007 en vue d'influer sur ce que le Gouverneur de la BoM qualifie d'*excessive exchange rate volatility*. D'autre part, il y a des pressions inflationnistes qui sont inhérentes aux petites économies de par la nature et les structures de leur système économique et l'importance du secteur public.

La solvabilité du secteur public est une condition nécessaire d'un développement économique durable. D'après la Banque mondiale, le montant du déficit du secteur public est l'indicateur le plus fiable de la stabilité macroéconomique. D'importants déficits dans les finances publiques sont cause d'inflation, de pertes de devises, du *'crowding out'* des investissements privés et peuvent mener à terme à un grave problème d'endettement externe. J'ai vérifié le bien fondé de ces assertions dans une analyse de la situation économique à Maurice de 1978 à 1983, des années de sérieuses difficultés économiques qui devaient entraîner deux dévaluations de la roupie, en octobre 1979 et en septembre 1981, avant un redressement spectaculaire à partir de 1985.

De par la dépendance de Maurice sur les marchés étrangers, les termes des échanges (*Terms of Trade*) ont une forte influence sur la situation économique locale. Toutes choses égales par ailleurs, une évolution positive de l'indice des termes des échanges apporte une amélioration de la balance des paiements et une augmentation du revenu réel, tandis qu'une chute de l'indice entraîne une détérioration dans les comptes extérieurs.

Une chute d'environ 50% des termes des échanges de 1975, année du boom sucrier, à 1979 a été une cause importante de la détérioration de la balance des paiements, ce qui entraîna une dévaluation de 27% de la roupie en octobre 1979. Par contre, il y eut une forte hausse des termes des échanges entre 1985 et 1989, avec pour résultat des surplus dans la balance des paiements, une augmentation des revenus et le plein emploi.

J'ai parlé jusqu'ici de la dépendance des petites économies comme Maurice sur les marchés étrangers. La situation de dépendance économique qui caractérise ces petites économies limite étroitement leur capacité à conduire leur politique économique. Les prix des produits exportés sont fixés par des accords internationaux ou par le marché mondial, et les prix locaux sont fortement tributaires des prix des produits importés.

### Les données de base échappent au contrôle des autorités

Il est difficile pour les autorités locales, dans les étroites limites où elles opèrent, de conduire une politique économique indépendante et cohérente dans un contexte où les données de base échappent pour la plupart à leur contrôle. D'autre part, l'élaboration de la politique économique est rendue encore plus difficile par l'absence de coordination et l'imprévisibilité des fluctuations entre les différents taux de change, ce qui peut entraîner une déstabilisation des prix, des revenus et des emplois.

J'ai cherché à expliquer l'importance des différentes sources de pression qui pèsent sur l'économie mauricienne. Pour terminer, je voudrais parler de l'importance du taux de change dans la politique macroéconomique et de l'impact de la roupie sur l'économie mauricienne. Dans une petite économie, une politique bien conçue du taux de change peut amortir dans une certaine mesure les effets déstabilisateurs des fluctuations de change.

Par contre, un taux de change fixe, comme ce fut le cas avec le lien de la roupie à la livre sterling jusqu'en 1976 et, par la suite, au Droits de Tirage Spéciaux (DTS), qui fait dépendre le taux de change de la roupie de conditions qui échappent totalement au contrôle des autorités locales, peut causer de grandes divergences entre les prix sur les marchés étrangers et les prix locaux et des déficits croissants au niveau des finances publiques et de la balance des paiements. Le taux de change de la roupie par rapport au DTS fut une cause première des difficultés économiques de Maurice de 1976 à 1983.

Par ailleurs, toute décision concernant le taux de change doit tenir compte de l'évolution des prix à l'étranger et des prix locaux. Le but de la politique des taux de change étant de maintenir la stabilité du pouvoir d'achat, cela devrait conduire à un ajustement du taux de change de la roupie proportionnellement à la différence entre le taux d'inflation à Maurice et l'inflation sur les marchés de nos principaux partenaires.

Dans cet article, j'ai voulu souligner l'importance et la complexité des différents facteurs qui influent sur le taux de change de la roupie. Il faut se méfier d'interventions ponctuelles, basées sur une analyse partielle et incomplète de la situation. L'on ne peut jouer impunément avec le taux de change de la roupie.

Professeur Roland Lamusse est consultant économique.