

Real interest rate and the output gap

By Sameer K Sharma (*cont. pg 2*)

The role of the central bank and how monetary policy should be conducted for a small open economy is perhaps the most debated but yet still misunderstood topic in economic circles in Mauritius.

A popular argument that is often thrown around is that inflation is high because of exogenous factors and hence interest rate policy cannot possibly be effective in combating inflation. Actually, the aim of any central bank on the planet is not to fight what economists call first round effects, which include exogenous shocks, but to minimize second round effects so that as the transitory shocks subside, so does inflation.

We may not be able to control the price of oil as we are certainly a price taker but we can certainly, via the manipulation of aggregate demand, contain domestic sources of inflation that may be influenced themselves by the first round effects.

Such a policy makes sense when the economy is growing above its 4.8% potential output, when credit growth in

the domestic market is high, in other words when the economy is showing signs of overheating. In this case, the central bank must first determine an inflation forecast 12 to 18 months hence (giving enough time for transitory shocks to subside) and add to it the neutral real interest rate that conforms to the closure of the output gap.

The neutral real interest rate cannot by definition impact the economy but only serves to close the gap between actual and potential output in an overheating environment over a 12 to 18 month period, a timeframe required for the monetary policy stance of today to have a measurable impact on the inflation of tomorrow.

The neutral real interest rate for Mauritius will itself be a function of the difference between inflationary expectations and the central bank's own inflation comfort zone, the output gap itself and the differential between Mauritius' short term rates and those of the US.

While the calculation of such a rate can be rather complex, requiring the use of complex filtering systems, its use makes a lot of sense for Mauritius in the context of an inflation targeting light regime.

The Mauritian economy is not overheating

With the above explanation in mind, let us analyze the appropriate monetary policy stance of today based on what we know now.

Clearly the Mauritian economy is not overheating as it was in 2007-2008 when policy makers used a combination of negative real interest rates and tax on the interest earned on deposit to fuel a credit boom in a relatively healthier global economic environment.

Today we sit on top of a huge real estate and land Bull Run where at least for the former, the expected returns and rental yields have yet to materialize, especially on the office space front.

La place de l'économiste dans l'entreprise

Par Eric Ng Ping Cheun (*cont. pg 3*)

A Maurice, on pense encore qu'un économiste n'a sa place que dans le gouvernement, dans un organisme de régulation, dans une banque ou dans un cabinet de consultants. Et encore qu'aujourd'hui il y ait très peu de cabinets de service-conseil qui emploient un économiste à plein temps, et il y a très peu de banques qui ont un service économique proprement dit. Sinon, les entreprises en général ne s'intéressent pas aux économistes ou, du moins, elles croient qu'elles n'en ont pas besoin. Cette croyance reste très ancrée dans l'esprit des chefs d'entreprise malgré le fait que notre économie devient de plus en plus ouverte, est donc l'objet d'aléas économiques, et elle s'internationalise.

Dans les pays développés, les grandes entreprises ont une équipe d'économistes dirigée par un économiste-en-chef. Des économistes font partie du Top Management des constructeurs d'automobile comme Renault, ou des compagnies d'aviation comme British Airways. Les banques, même les moins renommées, ont obligatoirement un département d'études économiques. C'est tout à fait logique, car une banque prête de l'argent à tous les secteurs de l'économie : elle doit donc avoir le nez collée sur la macroéconomie.

L'économiste est un conseiller stratégique

Pourquoi nos entreprises sont-elles encore assez fermées aux économistes ? C'est parce qu'elles croient que l'économie est affaire de prévision économique, et donc elles conçoivent l'économiste comme un prévisionniste. Or à l'étranger, les entreprises ont de plus en plus recours à des économistes pour des conseils stratégiques. L'économiste devient un économiste d'entreprise, un *Business Economist*. Généralement, l'économiste d'entreprise est impliqué dans la planification stratégique au sein d'une équipe dirigée par le responsable de la stratégie, ou sinon il travaille avec le trésorier ou le directeur financier.

Real interest rate and the output gap

By Sameer K Sharma (*Cont. from Pg 1*)

Oh let us not forget this fascination with shopping malls where returns look comical versus the much less risky long term Government bond yields, a concept that still escapes many analysts.

A simple analysis of the expected rental rates per square foot in Ebene versus what they are today can easily confirm that valuations were optimistic in an environment where money was encouraged to go somewhere fast.

Considering the lack of diversification that our economy is blessed with, real estate and land speculation tends to be where that money ends up. Even today, many who have some money and access to credit will tell you about yet another real estate development or land buying opportunity. Moka will soon have a highway, they say, buy land close to it and the trick will be done.

This is an economy that is blessed with too much money chasing too few viable deals and where new ideas by both investors and policy makers are still lacking. Clearly, many banks have realized that they cannot just continue to lend to the same old ideas over and over again, for concentration risk in a saturated credit market does matter.

Correlations too between various sectors in the credit portfolio are high since the economy is heavily exposed to Europe (manufacturing, sugar, tourism), which tend to have a major influence on construction and real estate. Banks need to expand out of Mauritius in the region and improve their exposure to India further, but all this again is not inflationary for the local economy since domestic credit lending remains tame.

Monetary policy needs to be rather dovish

With Europe now engaging in austerity measures, with Japan facing a major fiscal problem and a high reconstruction bill, with emerging markets tightening monetary policy further to fight off the street riots that inflation has brought to their shores, and with the United States facing a growth outlook that has been revised downward, one should not bet that our economy is in a position to

overheat. If one were to believe the forecast of the central bank, we will be growing at 4.6% this year, a rate close to potential output and hence if we consider a 5% year-on-year inflation forecast next year, a 6% to 6.5% repo rate from its current 5.25% level would make sense and be neutral towards economic activity.



However, the downside risks to this outlook remain great based on the thesis that global economic growth will begin to slow towards the end of the year. In this context, so will commodity prices where oil still maintains a \$27 geopolitical risk premium.

The Saudis have been screaming for quite a while now that the market is oversupplied, but as money managers continue to short the dollar, they are long of real assets and oil has been a very profitable one surpassed only by the silver trade. In this context, we need to consider the very real possibility that our growth forecast may be revised downward further away from potential output, that the current exogenous shocks are transitory, that much can be done to ease the inflation pain on the fiscal side (taxation and a control of domestic wages) and that monetary tightening towards a neutral stance will need to be gradual and measured.

The end of the year into next year will be key for the global economy as fiscal spending (even in the US) falls and the battered US and European consumers are asked to pick up the slack. The end of quantitative easing too bodes well for some sort of stabilization at least of commodity prices as the geopolitical risk premium fades away.

In the view of my investment team, too many people are bearish on the dollar and bullish on commodities right now, and this means that a certain degree of contrarianism over the medium term is healthy.

In sum, there are still downside risks to inflation and growth, and in this context, monetary policy needs to be rather more dovish than hawkish. Certainly, negative real interest rates are always and everywhere inflationary, but if the output gap remains open, it will be much less so.

The world economy is not as healthy as the International Monetary Fund forecasts claim, and we need to be careful as our economy remains highly exposed to some pretty bleak regions of the world. Considering all of this, a repo rate much above 6% could do more harm than good unless we get more confirmation that consumption in the west can pick up the fall in government spending slack. I do not believe it contrarian or not.

Sameer Sharma, a chartered alternative investment analyst and a certified financial risk manager, is the Head of International Funds at *IPRO Fund Management*.

CONJONCTURE

An electronic journal 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@orange.mu
Website: www.pluriconseil.com

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

La place de l'économiste dans l'entreprise

Par Eric Ng Ping Cheun (Cont. from Pg 1)

Une banque a besoin d'un économiste pour savoir si elle doit réduire sa dépendance sur le segment des particuliers. Un hôtel a besoin d'un économiste pour connaître l'impact de la crise sociale au Moyen-Orient sur les arrivées touristiques. Un concessionnaire d'automobiles a besoin d'un économiste pour analyser l'impact du prix pétrolier sur la structure du marché d'automobiles. Une firme de distribution a besoin d'un économiste pour anticiper les effets de la baisse des barrières tarifaires. Une compagnie agro-alimentaire a besoin d'un économiste pour détecter une concentration accrue des fournisseurs dans le secteur. Un industriel a besoin d'un économiste pour évaluer le degré de compétition de l'industrie.

Dans un contexte stratégique, on peut demander aux économistes d'examiner les perspectives de marché pour un produit spécifique et de voir comment les structures du marché pourrait changer pendant la durée de la mise en place des stratégies de l'entreprise. Des projets stratégiques peuvent être lancés à la suite d'événements extérieurs, telle la crise financière de 2008 qui a forcé les promoteurs immobiliers de *Integrated Resorts Scheme* à revoir leur stratégie d'investissement. Dans les institutions bancaires et financières, une question stratégique clé pour les économistes est de savoir comment des changements de réglementation financière pourrait affecter les stratégies d'investissement des firmes et l'environnement concurrentiel des produits financiers.

Les investissements des entreprises à l'étranger remplacent de plus en plus le commerce en tant que moteur de la globalisation. L'île Maurice se retrouve dans cette mouvance dans la mesure où ses exportations des services financiers sont en hausse. La *Mauritius Commercial*

Bank et la *State Bank of Mauritius* s'affirment en Afrique et dans l'océan Indien. La banque *AfrAsia* ouvre un troisième bureau en Afrique du Sud après avoir établi une structure en Inde, à Singapour et en Australie. La compagnie d'investissement *CIEL Capital* s'est associée avec des institutions financières étrangères pour cibler le marché africain. De leur côté, *Anglo-Mauritius Assurance* et *Mauritius Union Assurance* étendent leurs services d'assurance dans la région.

Pour créer le cadre économique d'une stratégie d'investissement, il convient d'employer un économiste d'entreprise à plein temps. Tout comme il est impossible de détailler concrètement une stratégie en raison des changements dans l'environnement économique ou de mauvaises décisions, la tâche de l'économiste n'est pas terminée une fois que les paramètres économiques stratégiques auront été agréés par la direction ou le conseil d'administration. Superviser les développements de l'économie pour soutenir les réévaluations des projections constitue un travail continu pour l'économiste qui fait de la planification stratégique.

Avant de décider d'investir dans un pays étranger, il faut naturellement faire une analyse des risques du pays, laquelle est étroitement liée à l'analyse de l'économie comme faisant partie du rôle de l'économiste dans la planification stratégique. Dans le secteur financier en particulier, les risques du pays constituent la préoccupation première des économistes. Une évaluation constante des pays à l'échelle du niveau des risques (élevé ou moyen) peut contribuer à faire évoluer les stratégies.

Les principaux paramètres économiques à considérer dans ce domaine sont les perspectives de l'inflation, les taux de change, les dettes extérieures du pays et la probabilité de faire défaut. On s'appuie sur les études du Fonds monétaire international, de la Banque mondiale et de *Economist Intelligence Unit*, et elles sont décortiquées par l'économiste. Un scénario stratégique peut amener une banque à limiter son exposition aux risques dans un pays susceptible de connaître une crise monétaire ou une crise bancaire.

apporte un éclairage sur le fonctionnement des mécanismes de l'économie, sur les interprétations des statistiques et sur les méthodes d'analyse des chiffres. Pour l'entreprise, les paramètres essentiels sont les dépenses des consommateurs, l'inflation et le taux d'intérêt. Les projections de croissance, les coûts et les taux de change sont des éléments importants à des décisions d'investissement.

Mais il est aussi bon pour l'entreprise de connaître un peu de la théorie, ce qui semble rebuter pratiquement tout le monde à Maurice. L'entreprise doit avoir un peu de connaissances de la théorie monétaire pour savoir comment la monnaie affecte les marchés. Elle doit connaître un peu la théorie des prix pour anticiper la demande, un peu la théorie de la firme pour mieux gérer l'organisation, un peu la théorie des jeux pour cerner la compétition, un peu la théorie du commerce international pour comprendre les stratégies de délocalisation, un peu la théorie des réglementations pour devancer l'Etat, et un peu la théorie des décisions pour approuver l'incertitude.

Avant le lancement de l'euro, combien d'entreprises mauriciennes ont compris ses implications ? Maintenant qu'existe l'Autorité de la concurrence, combien d'entreprises se préparent à l'affronter sur les aspects institutionnels du droit de la concurrence ? Combien coûte un économiste d'entreprise par rapport aux coûts que peut subir une firme qui ne maîtrise pas les enjeux économiques ?

On va sans doute ironiser : interrogez deux économistes, et ils vous donneront trois réponses différentes... Mais on croit à tort que les économistes ont des points de vue opposés. En fait, ils mettent l'accent sur les mêmes approches mais à des degrés divers. L'un peut se focaliser sur la politique fiscale tandis que l'autre se concentre sur la politique monétaire. Tous deux peuvent prôner la rigueur, fiscale pour l'un et monétaire pour l'autre. Néanmoins, la rigueur fiscale ne s'oppose pas nécessairement à la rigueur monétaire.

L'économiste d'entreprise est doté de plusieurs qualités et a des compétences larges. Que nos entreprises s'en servent à bon escient !

La théorie au secours de l'entreprise

Bref, un économiste, de par sa formation et son expérience, peut contribuer à une décision stratégique de l'entreprise. Il

Eric Ng Ping Cheun vient de publier *A contre-courant. Essais sur l'économie mauricienne*, en vente chez Bookcourt, Librairie Le Cygne, Editions Le Printemps, Le Bookstore et Corner House.



Growing with composure

By Akilesh Roopun

According to the Central Statistics Office, economic growth in Mauritius is projected at 4.5 percent for 2011. Whilst such a performance is on the face of it a very decent one, there are signs that the Mauritian economy is exhausting the 'easy' sources of growth. Subdued business investment raises several questions about the momentum of economic activity in 2012 and beyond. Unless we have a credible and robust growth and jobs strategy, economic activity will be underperforming for several years.

We are living in times of policy confusion with monetary policy gradually turning its back on growth prerequisites, whilst fiscal policies are at best ambivalent in terms of how to steer the economy amidst a weak and an uneven global recovery, a growing scene of instability in the Middle East and North Africa (MENA) region and the consequences of the Japan triple-tragedy on world trade and financial markets. High inflation risks should not be an excuse for timid growth and jobs strategies.

Diversifying the sources of growth

Too often, policymakers forget that high oil prices are not just inflationary; they are also deflationary in nature. Expensive oil raises costs of production of goods and services and may reduce production, causing economic slowdown in the medium term. Monetary policy can therefore be off-track if it focuses primarily on oil prices as a source of price shocks to tighten interest rates.

Besides, given the transmission lag of monetary policy, an interest rate increase can be completely irrelevant if the oil price shocks turn out to be transitory. It is believed that whilst the conflicts and violence in Libya, Syria and other parts of the MENA region will keep oil markets under stress, the ensuing establishment of strong democracy, political and civil rights and public governance in the region will help stabilize oil supplies and take out a large chunk of the inherent geopolitical risks.

The 50 basis points hike in Mauritius' Key Repo Rate last March is ill-timed when weighed against the risks to economic growth. There is little this measure can do to fight off inflation, but it can surely cause a lot of harm to struggling companies, especially the small business. In any case, policymakers should not try to correct their own fiscal oversights, like

overtaxing petroleum products, by adjusting monetary policy.

Policies should take a broader view and tackle inflation risks and recession risks in an all-inclusive manner. In the medium-term, the most effective antidote to loss of purchasing power is higher growth. A more dynamic activity trickles down to the population in the form of higher incomes. Government should therefore make sure that gross domestic product (GDP) expands faster than inflation, rather than stifling growth in trying to combat inflation.

Working out a sustainable growth and jobs strategy means that economic policy should aim at diversifying the sources of growth away from public capital expenditure and household spending. Economic activity should be driven by business investment and exports. Structural reforms to sharpen the competitiveness of the economy should be accelerated. The growth model should be revisited in terms of developing new industries and new markets and expanding the business space beyond our geographic boundaries.

Time for a growth strategy

Economic activity in 2011 is powered mainly by public sector investment which will grow by around 12 percent on the back of airport development and road infrastructure works. Private sector investment, in contrast, projects a much less dynamic picture with a very meager 0.3 percent growth from the previous year. The ratio of business capital expenditure to GDP is also on the fall: 18.1 percent in 2011 compared with 18.7 percent last year.

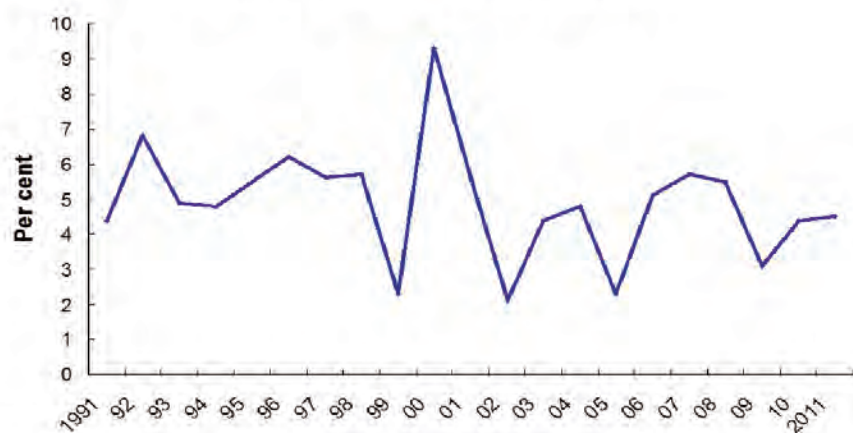
Lack of business investment augurs badly for economic activity and jobs creation in the coming years especially as the fiscal and monetary stimulus impulse fades out. In addition, real estate projects, which are taking in a large share of the private sector investment, cannot sustain high multiplier effects in the economy.

It is about time that the Mauritian government seriously thrashed out a growth strategy that places small and medium enterprises in the driving seat. Institutional reforms should be in line with the development goals. The proposed revamping of the Development Bank of Mauritius should become a reality, and commercial banks should have a bigger role in financing small business. Entrepreneurs should be given every opportunity to turn ideas into commercial products and make their activities viable.

A thriving entrepreneurial environment will also strongly benefit net exports which is another growth pillar. Yet, we are still quite far from achieving such a virtuous circle. Net exports represent a negative 14 percent to GDP, suggesting that the country needs to sell more goods and services to the rest of the world and also build capacity for more import substitution opportunities, especially in food and energy production, our two largest merchandise import categories.

Unless the economy picks up pace on the strength of net exports and private sector investment, activity will be too dependent on public sector investment and household spending. Given our high dependence on imports, making household demand the key propeller of economic activity can only be at the expense of net exports.

Annual Real GDP Growth Rate



Data: Central Statistics Office

La tragédie de l'euro

Par Cécile Philippe

C'est le titre du livre du professeur d'économie Philipp Bagus et celui de la pièce qui se joue en ce moment dans la zone euro. Le prochain acte devrait aboutir à une renégociation du plan de sauvetage accordé à l'Irlande par l'Union Européenne (UE) et le Fonds Monétaire International (FMI) et en particulier à la révision à la baisse du taux d'intérêt – jugé « punitif » (5.8%) – demandé par ces institutions en échange d'un prêt de 85 milliards d'euros. Au coeur de l'intrigue se trouve le devenir de l'euro sur lequel planent les plus grandes incertitudes.

Comme Bagus l'explique dans son livre publié fin 2010, l'histoire de l'euro pourrait être courte tant cette monnaie fait l'objet d'un phénomène dévastateur pour sa conservation, celui de la pâture commune. Ce phénomène économique, décrit dès 1968 par Garrett Hardin, explique comment une ressource perd de sa valeur, voire disparaît du fait de sa surexploitation, lorsque des droits de propriété sont mal ou pas définis. Par exemple, le libre accès à une prairie commune conduit à sa sur-utilisation par des éleveurs ayant intérêt à y faire paître le plus grand nombre d'animaux. Faute d'assumer individuellement les conséquences de leurs actes, c'est-à-dire d'avoir à supporter le coût d'entretien et de réfection d'une prairie qui ne leur appartient pas, ils n'auront pas tendance à se comporter en investisseurs à long terme. C'est ainsi que rapidement la prairie, surexploitée, devient inexploitable pour la pâture.

Perte de valeur de l'euro

Pour Bagus, l'euro subit malheureusement le même phénomène. Il est géré de manière à inciter les différents Etats membres de l'UE à adopter des comportements de cavalier seul diminuant in fine les qualités de la monnaie européenne. C'est ainsi qu'il se révèle que progressivement une réserve de valeur de piètre qualité. Il y a lieu de craindre que l'euro – qui a déjà perdu 1/5ème de sa valeur depuis sa création – ne soit plus à terme un intermédiaire d'échange efficace si ce phénomène de perte de valeur s'accélère. Or le Système monétaire européen (SME), avec son unique banque centrale (la BCE), permet justement aux divers Etats membres de l'Union de gonfler leurs dettes et déficits à coup de création monétaire, détériorant le pouvoir d'achat de l'euro.

Ce phénomène de pâture commune et de cavalier seul est nouveau. Avant la mise en place de l'euro, chaque pays de la zone euro gérait sa monnaie de façon relativement indépendante et pouvait ainsi en créer en fonction des objectifs politiques du moment. Pour autant, il existait une force de rappel. Au sein de la

communauté européenne, la Bundesbank allemande jouait le rôle de gendarme des monnaies. Son comportement moins inflationniste obligeait les pays plus laxistes à dévaluer régulièrement leur devise. La concurrence entre banques centrales permettait de réguler l'inflation au sein de l'Europe.

Ce système fonctionnait, mais il avait le défaut d'induire des variations de taux de change, présentées comme un frein aux échanges. Aussi, l'euro visait à atteindre la quadrature du cercle en empêchant à la fois fluctuations monétaires et apparition d'inflation. C'est en tout cas ainsi que la chose fut vendue.

Une incitation perverse à s'endetter

La mise en place de l'euro fut une aubaine pour les Etats structurellement déficitaires comme la Grèce, l'Espagne ou le Portugal, qui eurent accès à des taux d'intérêt beaucoup plus faibles qu'auparavant. Bénéficiant de la bonne réputation que la rigueur allemande donnait à l'euro, ces pays ont pu s'endetter à des niveaux jusque là jamais atteints. C'est ce qui explique le gonflement de bulles immobilières. C'est aussi ce qui explique l'explosion de l'endettement public et les risques inflationnistes. En effet, lorsqu'un gouvernement fait du déficit, il émet des bons du trésor. Une part importante de ces bons, pouvant servir de garantie pour l'octroi de prêts à la BCE, est achetée par les banques.

Comme le décrit Bagus, « les banques créent de la monnaie via le système de réserve fractionnaires. Elles achètent alors les bons du trésor émis par le gouvernement et les utilisent pour se refinancer auprès de la BCE et obtenir ainsi de l'argent frais ». Ceux qui obtiennent les nouveaux prêts en résultant sont avantagés. Ils sont dans la position d'acquérir des biens et des services à des prix inférieurs à ceux qui prévaudront une fois que la nouvelle monnaie créée sera diffusée dans l'économie et que les effets inflationnistes se seront fait sentir.

Les effets de la création monétaire ne se limitent donc pas aux bulles. La création monétaire entraîne une redistribution en faveur de ceux qui reçoivent la monnaie en premier, en l'occurrence les pays les plus déficitaires, au détriment des pays qui ne la reçoivent qu'après. Cela crée une incitation perverse à s'endetter le plus rapidement possible pour bénéficier d'avantages à court terme via un processus mettant à mal, à moyen terme, la valeur de la monnaie commune.

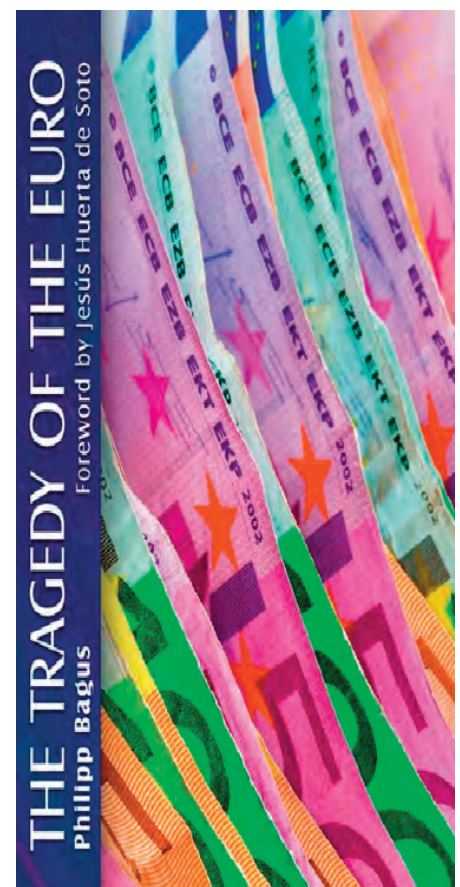
Cet enchaînement est d'autant plus pervers que les pays déficitaires perdent progressivement leur compétitivité sans possibilité de rééquilibrage via la

dévaluation de leur monnaie. Bagus montre qu'un pays comme la Grèce a maintenu grâce à l'euro des salaires et des allocations chômage trop importants, en creusant son déficit et en créant de la monnaie via la BCE. De même, il a fait croître son secteur public de façon presque incontrôlée. L'euro a permis le développement de ces déséquilibres et est aussi un frein à leur résorption.

Il faudrait que les salaires réels grecs puissent baisser pour redevenir compétitifs vis-à-vis d'autres pays comme l'Allemagne. Or cet ajustement est plus difficile dans le cadre d'une monnaie commune, puisqu'il passe par une baisse des salaires nominaux, là où les grecs avaient l'habitude dans le passé de dévaluer leur monnaie. L'euro contribue à emprisonner les travailleurs grecs, peu enclins aux changements, dans leur manque de compétitivité à long terme.

Les choses n'ont guère changé avec la crise financière. Certes, un certain nombre d'acteurs ont pris conscience du danger de la situation et des autorités de sauver coûte que coûte l'euro, quelles qu'en soient les conséquences. Mais la question de fond n'est pas de savoir s'il est encore possible de sauver l'euro, mais quel euro veut-on sauver. Le choix est plus que jamais entre réformes de fond ou inflation.

Cécile Philippe est directrice générale de l'Institut économique Molinari.



BCE : timide retour à la sagesse ?

Par Jean-Yves Naudet

La décision de la Banque Centrale Européenne (BCE), le 7 avril, d'accroître de 0,25 point son taux de base a été perçue par les uns comme une volonté de lutter contre le retour de l'inflation, par les autres comme susceptible de briser la (soi-disant) reprise économique. Comme toujours, les choses sont plus compliquées. Jamais une politique monétaire laxiste n'a permis la moindre croissance, si ce n'est la croissance des prix. En revanche, une politique monétaire rigoureuse, anti-inflationniste, va bien au-delà d'une simple question d'un quart de point de taux d'intérêt. En toute hypothèse, il vaut mieux que la BCE évolue vers un peu de sagesse, plutôt qu'elle suive l'exemple désastreux de la Réserve Fédérale américaine (Fed).

L'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire

La monnaie est une chose trop sérieuse pour être laissée dans les mains des hommes d'Etat. Voilà pourquoi la BCE avait été conçue sur le modèle de la Bundesbank : indépendante des pouvoirs politiques. On ne laisse pas le pot de miel à la garde de l'ours. En effet, élevés dans le dogme keynésien, la plupart des politiciens pensent que le laxisme monétaire (comme le laxisme budgétaire) permet de relancer la croissance économique. Il n'en est rien : voilà bien longtemps que les politiques de relances keynésiennes, monétaires ou budgétaires, ont montré leur inefficacité et leur nocivité.

En revanche, on a toujours constaté un lien entre le laxisme monétaire (notamment un accroissement excessif de la masse monétaire) et l'inflation. Celle-ci, comme l'avait démontré Milton Friedman, est « toujours et partout un phénomène monétaire ». Relancer l'économie par la création monétaire n'est qu'une illusion, une distribution de vent, et le vent, en économie, fait monter les prix. Pratiquer une politique monétaire rigoureuse, cela ne menace en rien la croissance ; c'est même à long terme une condition essentielle de celle-ci. La mission assignée à la BCE est avant tout de lutter contre tout risque inflationniste – quitte à déplaire aux princes qui nous gouvernent.

Pour autant, une politique monétaire indépendante de la pression directe des politiques (restent les pressions plus discrètes !) ne signifie pas que la BCE puisse faire n'importe quoi : les traités qui l'ont créée et ses statuts lui fixent expressément l'objectif de « stabilité des prix ». Cependant l'objectif a été interprété avec une certaine souplesse : dès l'origine, il n'a pas été l'inflation zéro mais 2% maximum de hausse des prix dans la zone euro. Ce chiffre n'a aucune justification scientifique, mais tant que l'on reste en dessous de ce seuil « d'inflation rampante », les dégâts ne sont pas trop graves. Au demeurant, la pire des choses est la variation brutale du taux d'inflation.

Quand la Maison Blanche et Wall Street font pression sur la Fed

La situation de la Fed est différente ; elle est beaucoup moins indépendante du Président des Etats-Unis et du Congrès, voire même des financiers de Wall Street, qui n'hésitent pas à lui forcer la main, et elle peut mener une politique monétaire beaucoup plus « discrétionnaire », en général dans le sens des politiques monétaires conjoncturelles keynésiennes. C'est incontestablement de ce

côté qu'il faut chercher la véritable origine de la fameuse crise des subprimes dont nous supportons les conséquences. En l'occurrence, la Maison Blanche, avec l'appui du Congrès, a voulu, alors qu'Alan Greenspan dirigeait la Fed, forcer la marche de l'économie américaine en poussant ceux qui étaient hors d'état de rembourser à emprunter pour acheter un bien immobilier.

On met souvent en avant l'irresponsabilité des banques ; mais se seraient-elles aventurées dans ces crédits imprudents, artificiellement bon marché, si elles n'avaient pas eu la certitude d'être couvertes par la Fed en cas d'incapacité généralisée de rembourser les crédits ? C'est bien ce qui s'est produit. Quant aux opérateurs en Bourse, ils ont toujours avantage à un taux d'intérêt faible, qui leur permet de garder des positions spéculatives à moindres frais.

L'hélicoptère de Ben Bernanke

Comment la Fed a-t-elle réagi face à la crise et à la récession qu'elle a provoquée en 2009 ? En s'associant aux politiques de relance menées par ailleurs dans le domaine du budget (déficit budgétaire) par une politique monétaire encore plus laxiste et par la monétisation de la dette publique émise à tour de bras (ce que l'on appelle pudiquement des « politiques monétaires non conventionnelles »). Tout le monde s'est affolé devant la faillite de Lehmann Brothers, « trop grosse pour disparaître ». Et l'on s'est mis à soigner le mal. On a prétendu résoudre la crise par un laxisme encore plus grand.

Les taux nominaux de base de la Fed sont pratiquement égaux désormais à 0% et si l'on tient compte de l'inflation, les taux réels sont négatifs ; celui qui emprunte reçoit une prime ! Mieux encore, le président de la FED, Ben Bernanke, a affirmé qu'il était en train de procéder comme un hélicoptère qui survolait les Etats-Unis et lançait des dollars par la fenêtre. L'image (empruntée à Friedman, mais qui de son côté critiquait ce type de politique) est tout à fait exacte. Distribuer de la monnaie sans créer des richesses, c'est distribuer du vent, donc c'est créer demain de l'inflation.

Le retour de l'inflation

Cette inflation s'accélère désormais partout dans le monde, y compris dans les pays émergents, où elle devient très inquiétante en Chine, en Inde ou au Brésil. Mais l'Europe est-elle restée fidèle à ce qu'elle avait à peu près réalisé jusque là ? Certes, le laxisme de la BCE est infiniment moins grand que celui de la Fed ; mais enfin, quand on voit la BCE baisser brutalement ses taux depuis 2009, pour atteindre pour le principal taux directeur 1%, on réalise que la rigueur n'est pas restée la règle première. Parallèlement, face aux problèmes des dettes publiques, la BCE s'est résolue à acheter de la dette grecque ou irlandaise, reniant ainsi tous ses principes.

Les résultats sont là : la hausse des prix, en rythme annuel (sur douze mois), qui était encore contenue à 1,6% milieu 2010, s'est accélérée depuis, mois après mois, pour atteindre en mars 2011 2,6%. Visiblement, les dirigeants de la BCE réalisent qu'il est temps de siffler la fin de la récréation. D'où la hausse de 0,25% du taux de base le 7 avril, mesure plus symbolique qu'à véritable portée, mais qui

permet de dire aux opérateurs sur les marchés : nous avons compris, nous retournons à une politique sérieuse.

Une politique boiteuse

Pour être plus sérieuse, la politique monétaire de la BCE n'en est pas moins boiteuse. D'une part, elle ne peut réussir si elle ne prend pas appui sur une politique budgétaire elle aussi rigoureuse. Le laxisme monétaire a été le fruit d'une volonté généralisée de relance budgétaire. Si l'on ne veut pas condamner la BCE à « faire tourner la planche à billets », il faut absolument assainir les finances publiques, réduire drastiquement les dépenses de l'Etat, combler les déficits, et rembourser la dette accumulée.

D'autre part, la technique de l'action par le taux d'intérêt est loin d'être la bonne ; elle garde des arrières-goûts keynésiens. On ne peut se contenter d'agir sur les taux : il faut avant tout maîtriser la masse monétaire, et pour ce faire veiller à la quantité mais aussi à la qualité des crédits qui sont la contrepartie de cette masse.

De même que la politique monétaire doit s'associer à un assainissement des finances publiques, de même elle doit s'accompagner d'une plus grande rigueur des financements privés. Or, ceux-ci ont été perturbés par les interventions des Etats pour confisquer ou orienter une grande partie de l'épargne afin de favoriser des investissements de rentabilité douteuse, mais supposés « stratégiques » pour l'économie nationale. Les fonds d'Etat se sont multipliés, en attendant la création de la grande Banque Publique d'Investissement annoncée par certains !

Relever un taux d'intérêt irréaliste n'a donc pour signification que de marquer l'intention de rompre avec le laxisme monétaire – intention louable. Mais il faut sans doute aller bien au-delà pour éviter l'inflation massive qui est suspendue sur nos têtes.

Certains, comme Friedman, voulaient régler la question en tirant le verrou monétaire. Il est vrai que lorsque la Banque Centrale s'arrête de refinancer n'importe quoi, l'ordre monétaire est rétabli. Mais peut-on imaginer que cette discipline soit respectée quand les Etats exercent une telle pression sur l'institut d'émission ? A terme, plutôt que de rêver à une banque centrale indépendante, il faudra bien privatiser la monnaie et faire jouer la concurrence entre monnaies émises par des banques responsables de leurs crédits. Faute de trouver de quoi couvrir ses gaspillages, l'Etat devra bien se réformer à son tour.

Jean-Yves Naudet, professeur d'économie, dirige le Magistère "Journalisme, Communication, Economie" de l'Université d'Aix-Marseille III.

