

# CONJONCTURE

PluriConseil  
THINKING OUT OF THE BOX!

Bilingual Journal of PluriConseil  
N u m é r o 18 - F é v r i e r 2 0 0 7

*"Tout l'art de la politique est de se servir des conjonctures." Louis XIV*

## Doing justice to price control

By Nita Deerpalsing

Price control cannot be neither necessary nor impracticable. Life and the "market" are made of several shades of grey rather than being black or white.

As a general rule, we all agree that price fixing – either by governments or by producers – distorts the terms of trade between people and leads to adverse effects on the economy. So why is it then that price controls exist in MOST countries today?

Let me refer to *The Economic Freedom of the World Annual Report 2006* published by The Fraser Institute. The Fraser Institute is a highly respectable and respected think-tank which aims at "raising the level of understanding about economic and social policy". It has been labeled by Milton Friedman himself as "a remarkable think-tank, one of the most influential in the world".

### Price controls exist in free economies

Price controls exist in all those countries which are the poster children for a free open economy, like Hong-Kong, Singapore and the United Kingdom. Since we agree that price fixing – either by governments or anyone else – has adverse effects on the economy, why then do price controls exist almost everywhere?

Let me suggest what I think may be a possible answer, and I quote from Adam Smith: "Society may subsist, though not in the most comfortable state, without beneficence; but the prevalence of injustice must utterly destroy it... Justice is the main pillar that upholds the whole edifice".

Perhaps this is why in Hong-Kong price controls are imposed on rent for some residential properties. Maybe even the most free market countries have grasped the idea that if capitalism cannot be reconciled with a socially acceptable distribution of its costs and benefits,

the entire system would be compromised.

Of course we know that, when governments fix prices or when banks fix the prices that consumers pay for the cost of capital, this inevitably leads to a sub-optimal state of affairs in the economy.

It would be worth noting that Mauritius has moved from

We have to move out of the binary debate and all work to build the INSTITUTIONS which are essential to a freer market. In particular I have in mind a Competition Commission, an Office of Fair Trading, civil society consumer groups or think-tanks which are fully equipped with the capacity to challenge both Government and economic operators.

Products subject to Maximum Price:	Products subject to Maximum Mark-Up:
1. Bread	1. Imported Fresh Fruits
2. Cement	2. Infant Milk Powder
3. Cooking Gas	3. Pharmaceutical products and simple drugs
4. Fertilisers	4. Timber
5. Flour including whole wheat flour	5. Tyres and Tubes
6. Iron/steel bars (excluding 6mm)	6. Corned Mutton
7. Onions (other than "Traditional Toupie")	7. Corned Beef
8. Petroleum Products (including kerosene)	8. Corned Mutton locally manufactured
9. Rice (excluding luxury rice)	9. Canned Fish (Pilchards)
10. Sugar	10. Milk powder

some hundreds of items under price control to about ten today. It is to be hoped that we will move to reduce this list to a minimum. This should be the aim of not only government, but also of all other stakeholders.

Yes, we have quite a bit of ground to cover with respect to being in a reasonably free market situation. To do that, ALL stakeholders should push Government in a forward-looking way to address ALL distortions (not just selective ones) that are obstacles to a freer Mauritian economy.

### Moving out of the binary debate

I am the first to acknowledge that we are somewhat imprisoned in a binary debate where, on the one hand, economic operators seem to assert that we have a perfect market and that we should leave all prices to clear through the market and, on the other hand, Government seems to assert that the market is completely distorted or imperfect.

At this point in time, our main weakness is that we are not doing enough to build the capacity of institutions which usually accompany a mostly unregulated market, and in which there is considerable trust.

So I will conclude by saying that it is the task of all the stakeholders – chambers of commerce, consumer groups, MPs, economic operators – to work together to address the distortions, the inadequacies and inequalities effectively so that all perceptions of injustice are done away with. This is because, as Adam Smith has so rightly put it, the whole system will collapse if Justice, which is its main pillar, is weak or inadequate.

*Nita Deerpalsing, a Sloan Fellow of the London Business School, is a Member of the National Assembly and vice-President of the Committee on the democratisation of the economy.*

## Milton Friedman got it mostly right

By Antony Withers

The red and white book titled *A primer on inflation and a primer on core inflation* issued by the Bank of Mauritius is both timely and topical in that it underlines the commitment of the central bank to controlling money supply to restrain inflation. It is highly relevant and I warmly commend the Governor of the Bank of Mauritius and the authors for its production.

There are perhaps few sentences in economics that have become more widely quoted than the famous sentence quoted by the Governor in his foreword. The quote reads as follows: "Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon, in the sense that it cannot occur without a more rapid increase in the quantity of money than in output."

This is, of course, the famous quote made by Milton Friedman whose death on 16 November 2006, at the

grand age of 94, has been followed by a wealth of tributes from central bankers, politicians, business leaders and economists around the world.

### Monetary expansion now translates into capital assets, but asset inflation generally remains excluded from all consumer price indices

Inflation is one of the key issues of our times. It affects everyone. In Mauritius, it is currently 8% and is rising. As an economics student in the United Kingdom in 1975, I remember consumer price inflation reached 27%. There were strikes, three day working weeks, electricity blackouts – we had to study by candle light, of course.

The largest inflation of all times occurred in the Germany with the hyperinflation of 1923 that ultimately brought the Nazis to power and led to World War II. Why did Germany print such a huge quantity of bank notes (just like Zimbabwe is doing today)? The photos of the wheelbarrows of banknotes needed to buy a loaf of bread seem difficult to believe today.

The precise answer is difficult to provide but probably lies in the way politicians were trying to spend their way to full employment to counter the heavy unemployment that was a consequence of the reparation payments Germany was obliged to make after World War 1. We know now what happened: prices soared sky high while the economy collapsed.

*Continued on Pg 3 .../*

## Are you investing or gambling?

By Daryl Liew

With the furore over the potential ills of having integrated resorts with casinos in Singapore, I find it amazing how casinos in Macao can continue to pack in the people on every given day considering that they generally only payout 90 percent of their takings, while keeping the remaining 10 percent as profits. All the gamblers must surely know that the odds are definitely stacked against them, but this has not stopped them from continuing to lay down their bets.

Sure, I can understand having a flutter with your spare cash, but the amounts I saw being wagered was surely not just pocket change for many of the people there. Then again, I wonder whether any of these gamblers truly believed that they were 'investing' their savings? There is indeed a fine line between gambling/speculating and investing.

### Investors should concentrate on having a well thought-out asset allocation

In his book *The Intelligent Investor*, Benjamin Graham wrote: "There is intelligent speculation as there is intelligent investing. But there are many ways in which speculation may be unintelligent. Of these the foremost are: (1) speculating when you think you are investing; (2) speculating seriously instead of as a pastime, when you lack proper knowledge and skill for it; and (3) risking more money in speculation than you can afford to lose... Everyone who buys a so-called "hot" common-stock issue or makes a purchase in any way similar thereto is either speculating or gambling."

There are lessons to be learned from his wise words. It is unfortunate, but I believe that there are many speculators out there who think that what they are doing is 'investing'. These are the ones who speculate on the flavour of the month or buy an investment on the hearsay of others.

So what then constitutes "intelligent investing"? Well, I get tired of having to keep on repeating the same usual refrain, but investors should concentrate more on having a well thought-out asset allocation that will enable them to achieve their accumulation goals, rather than punting on individual stocks or funds. While this investment philosophy has been around for donkey's years, it has not fully caught on yet in Singapore because the potential returns from adopting it are not as "sexy" and appealing as that of speculating on individual stocks or funds.

The merits of the portfolio approach, however, are clear once risk has been factored into the equation. Speculating is inherently risky – as the saying goes 'easy come, easy go'. While it may be possible to achieve high returns, the *probability* of it occurring may in fact not be very high. On the contrary, the speculator may have to face the possibility of incurring large losses.

Adopting a suitable asset allocation strategy on the other hand is quite frankly going to be boring. Why? Well, because the returns generally do not fluctuate too widely. What this means, though, is that the investor will enjoy greater certainty of achieving his targeted returns with an acceptable amount of risk. So, who said that investing has to be exciting?

This diversified portfolio approach, however, is a hard sell to local punters weaned on the 'high' payouts from Singapore Pools. In fact, I was chatting about this with a friend, attempting to convince him of the merits of adopting an asset allocation strategy. Unfortunately, this was a guy who was used to punting on individual high growth stocks. He shared with me his strategy of investing in Chinese companies listed on the Singapore Exchange, notwithstanding all the negative publicity these counters have received. From this

rather narrowly-focused strategy, I believe his investment approach is definitely more akin to speculation rather than investing.

### Provisions for speculating

Benjamin Graham did make provisions for gambling, admitting that "*speculation is always fascinating, and it can be a lot of fun while you are ahead of the game*". However, he advocated "*put(ting) aside a portion – the smaller the better – of your capital in a separate fund for this purpose*", and to "*never mingle your speculative and investment operations in the same account, nor in any part of your thinking*."

Speculating and gambling are part and parcel of life. We just need to recognise it for what it is and control the quantum that is used for this purpose. It would be prudent to ensure that the main accumulation needs are first taken care of (through proper investing) before indulging in speculation.

Even when speculating, it would be wise to be an "intelligent" speculator, one that is methodical and who sticks to a tried and tested regime. These "intelligent" speculators know how to take calculated risks and when to cut their losses when the odds are not in their favour. Sure, they may not do as well as some of the gung-ho gamblers out there who are riding a lucky streak, but in the long-run, it is more likely that they will come out ahead.

Daryl Liew is a Senior Investment Strategist in **PROVIDEND**, an independent private wealth management firm licensed by the Monetary Authority of Singapore.

## La mondialisation provoque-t-elle de l'inflation ?

Par Jean-Yves Naudet

C'est une étrange question qui est posée par une étude de la Banque de France : la mondialisation est-elle devenue un facteur d'inflation ? Jusqu'à maintenant, on expliquait que la concurrence accrue par la mondialisation faisait baisser les prix. Voilà que cette étude affirme le contraire. En particulier, les nouveaux producteurs exerceraient une pression à la hausse sur les prix des ressources rares.

C'est la vieille thèse de l'inflation par les coûts. C'est confondre hausse d'un prix et inflation, et oublier que l'inflation est un phénomène monétaire. C'est aussi se méprendre sur la réalité de la mondialisation. Malheureusement la thèse en question pourrait légitimer un retour au protectionnisme mondial.

### Pression accrue sur les ressources rares

Deux experts de la Banque de France, Laure Frey et Gilles Moëc, dans un article intitulé « Vers une intensification des tensions inflationnistes globales ? », commencent par reconnaître l'évidence : en supprimant les frontières et les réglementations, la mondialisation a suscité une vive concurrence. Et cette concurrence, comme toujours, a obligé les entreprises de tous pays à s'adapter et à baisser leurs prix, pour le plus grand profit des consommateurs. L'ouverture des frontières a donc contribué à calmer la hausse des prix, par

ailleurs maîtrisée par des politiques monétaires restrictives.

Malheureusement, selon ces experts, « *les effets désinflationnistes de la mondialisation s'affaiblissent, voire s'inversent* ». En clair, aujourd'hui, la mondialisation ferait monter les prix. Pourquoi ? Parce que, grâce à la mondialisation (tout de même !) certains pays de l'ex-tiers-monde se développent, en particulier la Chine et l'Inde. Résultat : les nouveaux producteurs de biens manufacturés exercent une pression accrue sur les ressources rares (énergie et matières premières). D'où « *ce parallélisme étonnant depuis dix ans entre la montée en puissance de la Chine dans les importations totales de pétrole et le prix du baril* ».

Il est vrai que les pays émergents accroissent la demande d'énergie et de matières premières. Mais heureusement que toute hausse de la demande n'entraîne pas une hausse consécutive des prix. Cela dépend de l'évolution de l'offre. Si le marché est concurrentiel (comme pour les produits manufacturés), l'offre se développe encore plus vite que la demande et les prix baissent. C'est ce qui se passe sur tous les marchés concurrentiels, même lorsque la demande explose.

Pourquoi cela ne s'est-il pas produit pour

l'énergie et les matières premières ? Parce que ces marchés ne sont pas concurrentiels. Ces biens sont produits par des monopoles étatiques. Ces Etats s'entendent entre eux pour former des cartels et manipuler les prix, comme c'est le cas pour le pétrole avec l'OPEP. Ce n'est donc pas le développement qui a fait monter les prix de l'énergie, c'est l'existence des monopoles publics et des ententes.

Continued on Pg 3 .../



Published by PluriConseil Ltd

Director: Eric Ng Ping Cheun

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

Tel: (230) 294 8800 / 213 6719

Fax: (230) 234 2761

Email: [conjoncture@pluriconseil.com](mailto:conjoncture@pluriconseil.com)

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

Printed by Cathay Printing Ltd

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

## Milton Friedman got it mostly right

By Antony Withers (cont., from Pg 1)

Friedman's contribution in the 1970's was to revive the quantitative theory of money and to emphasise how people's expectations translate monetary expansion into higher prices. The United Kingdom had a severe inflationary experience in the 1970's, when the economy effectively went bust and the International Monetary Fund was called in to rescue the situation with a short term loan.

Friedman showed that this was caused, in part, by excessive monetary expansion. Friedman also showed that the great depression in the United States in the 1930's was not caused by markets failing but by the US Federal Reserve, which incompetently allowed the money supply to collapse, triggering deflation and recession.

The arrival of Margaret Thatcher as UK Prime Minister in 1979 can now, with hindsight, be seen as the starting point for the resolution of the UK's endemic inflation problems, laying the foundations for the successful UK economy of today. High interest rates for a while combined with control of government spending, deregulation and privatisation followed by lower taxes and abolition of exchange control eventually reduced inflation and paved the way for sustained economic growth that continues today – Thatcher's early economic policies were based on Friedman's ideas.

The medicine was, it should be said, initially very painful with high interest rates causing the currency to be over-valued thereby causing many business failures and unemployment. Detractors of the high interest rate policies pursued by Margaret Thatcher were many and vociferous at the time.

Monetarism as a consequence became somewhat discredited. This was because, in addition to being a blunt weapon to reduce inflation, in the 1980's and 1990's, central bankers came to realise it was just too difficult to target the growth of money accurately enough. They realised that high interest rate policies eventually caused unemployment to rise, and political pressure to reduce interest rates then became intense. It is, as we know now, difficult to run any economy successfully for a long period with a double digit interest rate level.

Anti-Monetarists also now point out that the relationship between monetary growth and inflation has broken down. In the US, core Consumer Price Index is just over 2%, but M3 is 10% (and it is not tracked officially anymore). In the UK, M2 was higher in 2005 (11 to 12%) compared to 2.5% inflation. In Russia, money supply grew by 25% last year. Ben Bernanke, the current Federal Reserve Governor, is not known to be an avid follower of monetarism.

I would suggest that excessive money supply growth today is flowing in to capital assets and stock markets. Oil price pressures have certainly been countered by low cost Asian labour providing cheap manufactured products that has resulted in flat wages in the west. Inflation, as measured by consumer price indices, is relatively low everywhere.

The monetary expansion of today, however, translates into capital assets, especially property and equities, not consumer goods such as clothes or electronics. This means houses in London, or equally villas in Mauritius. Stock markets around the world are at or near all time high points.

We do not know what the consequences of this new variety of inflation will be, but asset inflation is for certain there and yet is excluded from all consumer price indices.

### Friedman was as much a free markets champion as a monetarist

The People's Bank of China has recently announced that its international reserves have reached US\$ 1 trillion (1,000 billion). The United States is running a current account deficit of \$870 billion, or almost 7% of gross domestic product.

Most of China's reserves are kept in US\$ notes and bonds. This is where it would seem much of the US's money has gone. It is, I would suggest, clear that China is buying all the dollars the US economy will make in order to keep its own currency from appreciating and its exports cheap. The result of this is that the US no longer has much control over its currency as evidenced by the way the US dollar has tumbled recently.

There is a saying that if you owe your bank \$5, you have a problem. But if you owe your bank \$5 million, the bank has a problem. The US-China debtor/creditor situation is a good example of this saying. This mutual dependency may go on for a while longer, but it is increasingly unstable for both the US and China. Money supply growth in China has flowed through the banking system into high levels of property development. Many would say that Friedman's theory is well alive.

I look at Friedman more as an enthusiastic champion of free markets than as a monetarist, important though that was. He was, I believe, the first economist in recent times to support a flat tax, and private retirement schemes instead of state pensions. His support for deregulation, privatisation, free trade and a reduced welfare state were controversial at first, but subsequently inspired reforms all round the world.

Friedman urged countries to abolish fixed exchange rates along with exchange control. He was an advocate of tax credits, not handouts, and he believed in providing vouchers to allow parents to choose education for their children; all this as well as expounding his core economic mantra of targeting money supply growth and changing expectations.

Many (but not all) of these things are now practiced by the Bank of Mauritius and the Mauritius government, and are widely accepted today. Friedman was above all a great economist who believed in individual responsibility, consumer choice and a smaller role for government as the best way to promote growth and to raise living standards in a country.

His legacy is that he showed how inflation can be controlled, thereby improving the lives of millions of people around the world. He was in many ways a pioneering economist whose ideas have changed and continue to change the world for the better.

So whilst I completely agree with the Governor of the Bank of Mauritius that there is no clear cut case for stating monetarists have got it altogether right, I would say there is a very good case for saying that Milton Friedman got it mostly right.

Antony Withers is the Chief Executive Officer, Banking of the Mauritius Commercial Bank and the President of the Mauritius Bankers Association.

## La mondialisation provoque-t-elle de l'inflation ?

Par Jean-Yves Naudet (cont., from Pg 2)

S'il est vrai qu'en raison des monopoles publics, on assiste à une hausse des prix des matières premières et de l'énergie, cela ne suffit pas à entraîner une inflation. C'est l'erreur de la thèse de l'inflation par les coûts. La hausse d'un prix ou de quelques prix n'est pas la hausse du niveau général des prix.

Sur les marchés, s'il n'y a pas de dérèglement monétaire, c'est-à-dire si l'offre de monnaie augmente régulièrement au même rythme que la demande de monnaie, les hausses de prix dans certains secteurs sont compensées par des baisses de prix dans d'autres secteurs, et le niveau général des prix est stable. Si le prix de l'énergie augmente, les consommateurs abandonnent d'autres dépenses (ce qui crée une baisse de la demande) et les producteurs cherchent des formules de substitution et d'économie de l'énergie (ce qui conduit à une hausse de l'offre).

Prix et quantités observés sur les marchés

résorbent à terme les déséquilibres, grâce aux initiatives des entrepreneurs. Ce n'est qu'en cas d'inondation monétaire que l'ensemble ou du moins la moyenne des prix est entraînée vers le haut. Car ici les consommateurs et les producteurs essaient de s'en tirer en s'endettant – ce qui évidemment ne résout en rien les pénuries et les excédents.

### Que les banques centrales fassent d'abord leur travail !

Mais nos auteurs avancent aussi un autre argument. Le développement des pays émergents s'accompagne d'une hausse des salaires qui y sont pratiqués. Voici une nouvelle pression, cette fois-ci sur les prix des produits manufacturés. Mais, contrairement à ce que pensent les auteurs, cela ne présente aucun danger. Car c'est la hausse de la productivité qui permet d'augmenter les salaires – on voit dans des pays comme la Corée qu'on se rapproche peu à peu des pays occidentaux.

La hausse des salaires a pour corollaire la hausse des produits à la disposition des consommateurs. Elle ne devient inflationniste que lorsqu'elle ne tire pas son origine de la productivité, lorsque c'est un pouvoir d'achat artificiel qui est distribué (en général pour des raisons politiques, dites « sociales »). C'est le système bancaire qui le distribue, avec la bénédiction de la banque centrale.

La mondialisation est une excellente chose pour tous et elle crée la prospérité et le développement. La concurrence accrue qu'elle implique est bénéfique aux consommateurs. S'il y a des problèmes, mieux vaut regarder du côté des manipulations des marchés par les Etats et les cartels d'Etat. Quant aux banques centrales, au lieu d'incriminer la mondialisation en l'accusant de faire monter les prix, elles feraient mieux de se concentrer sur leur rôle, qui est d'empêcher l'inflation à la source en maîtrisant la création monétaire.

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

## La nouvelle politique monétaire

Par Eric Ng Ping Cheun

Depuis le 18 décembre dernier, le taux de référence de la Banque de Maurice (BoM) signalant l'orientation de sa politique monétaire est le taux de pension, le Repo Rate, introduit à 8,5%, à la place du taux Lombard. Ce Repo Rate est le taux à partir duquel la banque centrale permettra aux banques de traiter les soldes de fin de journée et d'amortir des variations temporaires de la liquidité.

Pour l'instant, c'est le taux de change qui polarise l'attention. S'il est vrai que la BoM n'intervient ni assez souvent ni assez fortement sur le marché des devises, elle ne peut pas être la seule à jouer le jeu. Les gros opérateurs doivent aussi vendre leurs devises, et il y en a assez pour satisfaire la demande.

La situation est similaire à celle du cartel pétrolier. Il y a suffisamment du pétrole pour tout le monde, mais si le cartel décidait de réduire volontairement la production, le prix du pétrole grimperait de façon artificielle. On a un "negative supply-side shock". Il en est de même lorsque quelques gros détenteurs de devises arrivent à dicter l'offre du marché, avec pour résultat une forte dépréciation de la roupie.

Certes, il est normal qu'une économie sujette à une inflation de 9% pour l'année 2006 subisse des pressions à la baisse sur sa monnaie : la roupie ne peut que se déprécier au différentiel des taux d'inflation entre Maurice et ses partenaires commerciaux. D'autre part, tout pays en déficit commercial voit sa monnaie baisser pour rééquilibrer les imports et les exports : trois années consécutives de déficit du compte courant ne peuvent que nuire à la roupie.

### Pour une roupie chère

Mais la glissade de la roupie a été si brutale ces derniers temps qu'elle appelle à des mesures d'urgence. D'abord, la pression de la demande baisserait sur le marché des devises si les institutions paraétatiques, comme la State Trading Corporation, achetaient directement des devises auprès de la BoM. Ensuite, on disciplinerait l'offre en soumettant les bureaux de change et les agents de change aux mêmes réglementations strictes qui gouvernent les banques commerciales. Enfin, il convient d'enlever l'obligation faite aux banques de fournir à la Mauritius Revenue Authority les "particulars" des déposants qui perçoivent plus de Rs 5 000 d'intérêts sur une année.

Si ces mesures ne donnaient pas les résultats escomptés, il faudrait alors envisager, moyennant qu'on préserve la liberté de mouvement des capitaux, un contrôle des changes partiel, sectoriel et temporaire : 1) il concerne les compagnies, et non les particuliers, 2) il vise les exportations, et non les investissements, 3) il touche la zone franche et le tourisme, mais épargne les autres industries, 4) seulement une partie des recettes d'exportation est remise à la BoM, 5) le gouvernement prend l'engagement d'aller plus loin dans ses réformes structurelles et de rétablir la liberté des changes dès que la situation s'améliore grâce aux flux d'investissements étrangers.

Reste l'arme du taux d'intérêt. Un relèvement du loyer de l'argent risque de freiner l'activité et de malmener la trésorerie des entreprises. Mais il cassera la perception que le gouvernement voudrait une roupie faible.

Cela ne signifie pas qu'on doit viser une roupie forte. Ce qu'il faut, c'est une roupie chère. Les détenteurs de devises sont les mêmes personnes qui détiennent des capitaux, étant des investisseurs. Avec une roupie chère, ils seront obligés de vendre leurs devises s'ils tiennent à faire des investissements.

Paradoxalement, la roupie chère amènera les banques à augmenter leurs crédits au secteur privé. Sinon, il est anormal que le taux de base bancaire (*Prime Lending Rate*), actuellement à 11%, soit inférieur au taux de rendement des bons du Trésor à trois mois ! Ce qui incitera les banques à financer davantage le gouvernement que les secteurs productifs.

L'accroissement du rendement de la roupie, au détriment du Trésor public, ne suffit pas pour stopper la dépréciation de la roupie. La confiance dans la roupie ne s'obtiendra qu'avec une roupie plus chère. Pour cela, il faudrait une nouvelle hausse du *Prime Lending Rate* d'un montant de 200 points de base.

### Réglage fin

La capacité de la politique monétaire d'assurer la stabilité des prix à moyen terme (de dix-huit mois à deux ans) dépend de la monnaie émise par la banque centrale (appelée "base monétaire") pour : a) satisfaire la demande de monnaie fiduciaire (billets et pièces), b) compenser les soldes interbancaires, c) respecter les exigences de constitution des réserves obligatoires (un minimum de "Cash Reserve Ratio Requirement" de 4% sur les dépôts) auprès de la BoM.

En cas de besoin de liquidités, une banque peut obtenir de la BoM, en échange de titres en nantissement, une facilité de prêt marginal ou une prise en pension (*Repo Transaction*), sanctionnée par un taux d'intérêt (*Repo Lending Rate*). Ce dernier, fixé à 0,5% au-dessus du Repo Rate, constitue normalement un plafond pour le taux du marché interbancaire au jour le jour. Si la banque a un excès de liquidités, elle peut effectuer auprès de la BoM une facilité de dépôt ou une mise en pension (*Reverse Repo Transaction*) à un taux d'intérêt qui représente normalement un plancher pour le taux interbancaire, ayant été établi à 0,5% en-dessous du Repo Rate.

La BoM fera en sorte que le taux interbancaire évolue au sein de ce corridor délimité par le taux plancher et le taux plafond du Repo Rate. Logiquement d'ailleurs, sur le marché interbancaire, aucune banque ne prêterait à un taux supérieur au taux plafond du Repo Rate, car l'emprunteur préférerait avoir recours à une facilité de prêt marginal. De même, aucune banque ne fera un prêt à un taux inférieur au taux plancher du Repo Rate, à la place d'une facilité de dépôt.

Le niveau du taux d'intérêt est déterminé par un jeu complexe des facteurs monétaires et de l'économie réelle : la liquidité du marché monétaire, la production, les prix et l'emploi. Même si d'autres facteurs comme les mutations technologiques et les chocs sur les prix du pétrole et des matières premières peuvent influencer sur les évolutions des prix à court terme (une certaine volatilité de l'inflation est inévitable), leurs effets peuvent être neutralisés à moyen terme par un ajustement de la masse monétaire.

Tout l'art de la politique monétaire consiste donc à procéder au réglage fin des évolutions des prix face à

des délais longs, variables et incertains. Il faut toutefois éviter un activisme excessif. Une politique efficace doit être prospective, et non réactive, mais aussi fondée sur une large gamme d'indicateurs.

Ainsi, la BoM décidera dans un cadre analytique bipolaire. Le premier pilier consiste à analyser des déterminants de l'activité réelle à court et moyen termes (analyse économique), et le second à surveiller la croissance de la monnaie et du crédit dans une perspective de moyen à long terme (analyse monétaire).

### Taux d'intérêt "neutre"

Si tant est que la croissance monétaire et l'inflation soient étroitement liées, il faut une définition quantitative de la stabilité des prix : dans le contexte mauricien, un "low and stable inflation rate" doit être dans la fourchette de 3% à 4% à moyen terme. Plus pertinent pour les décisions d'investissement serait un indice des prix à la production plutôt qu'un indice des prix à la consommation, soit-il l'inflation hors énergie et produits alimentaires (*core inflation*).

Par ailleurs, il convient de fixer une valeur de référence pour le taux de croissance annualisé de la masse monétaire : elle doit être de 10%, suivant les hypothèses à moyen terme d'une inflation de 4%, d'une croissance potentielle du produit intérieur brut (PIB) en volume de 6% et d'une diminution de la vitesse de circulation de la monnaie à 1% par an.

Cette valeur de référence n'est pas un objectif, mais un point de repère pour l'analyse monétaire. A Maurice, on définit la masse monétaire par l'agrégat M2 (monnaie en circulation et dépôts des banques) qui tourne autour de Rs 180 milliards. Il est grand temps d'inclure aussi les dépôts des institutions financières non-bancaires, qui s'élèvent à environ Rs 20 milliards.

Comment contrecarrer une hausse des anticipations inflationnistes et des taux d'intérêt domestiques ? Face aux forces extérieures, tels le différentiel de taux d'intérêt favorable aux monnaies de premier plan (le dollar, l'euro et la livre sterling) et les fluctuations des taux de change, la BoM aura à s'appuyer sur deux forces intérieures. D'abord, elle doit maintenir le pouvoir d'achat interne de la roupie. Ensuite, elle doit éviter la monétisation, c'est-à-dire l'augmentation de la masse monétaire par l'activation de la planche à billets pour couvrir les déficits budgétaires et permettre à l'inflation d'éroder la valeur réelle de la dette publique.

Le chemin le plus sûr pour la BoM d'asseoir sa crédibilité, c'est de se forger une réputation de respect de ses engagements. Mais elle n'y arrivera pas sans le soutien du ministère des Finances. Celui-ci doit s'engager à réduire la dette du secteur public à moins de 60% du PIB. Au 30 juin 2006, l'encours de cette dette était de Rs 130 milliards, soit 65,5% du PIB.

Les ménages cherchent le meilleur rendement de leur épargne, les entreprises veulent emprunter au taux le plus bas, et le gouvernement s'évertue à contenir les paiements d'intérêt sur la dette publique. C'est dire que la BoM aura à viser un taux d'intérêt "neutre", un niveau suffisamment haut pour prévenir les risques d'inflation, mais pas assez élevé pour pénaliser l'activité.