

# CONJONCTURE

PluriConseil  
THINKING OUT OF THE BOX!

Bilingual Journal of PluriConseil  
N u m é r o 37 - Janvier - Février 2009

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

## The Mauritian link between economics, lobbies and politics By Sameer Sharma (Cont Pg 2)

As expected, Mauritian policy makers have announced a stimulus package in Keynesian like fashion that is full of promise but will it really deliver? On paper at least, the plan, while far from being a great one, could, if implemented in a timely manner, allow the economy to sustain GDP growth in the high 3 to the mid 4% range in 2009. However, in Mauritius, things that tend to look okay on paper do not always do a world of good in practice.

The whole structure of the Monetary Policy Committee (MPC) also looked good on paper back in 2007 but in practice, its performance has been dismal and its credibility has all but vanished as the Finance Ministry has taken over. In 2008, we found out that the MPC was made up of many unqualified accountants (not economists) and other political nominees that have been able to deliver negative real interest rates to help stimulate an oversold growth miracle and core inflation rates that are above the average of other emerging markets. The few good members have effectively been sidelined via behind the scenes pressure tactics and their future at the Bank of Mauritius (BoM) remains questionable.

In fact just recently, we found out how credibility at the central bank has all but

disappeared. While the inflation outlook of the first inflation report talked about how "Inflation continues to be a major macroeconomic challenge for policymakers" with "the assessment of the inflation outlook" entailing "greater ambiguity than has been the case so far and remains highly uncertain," the monetary policy statement, released just two weeks later, was much less concerned about inflation and downplayed it.

In fact when inflation increases in Mauritius, policy makers talk about headline inflation, which is essentially a 12 month moving average inflation rate, as the official inflation rate. When inflation falls, they switch to year on year inflation because the latter falls faster than the former. Policy makers should not take the financial market for granted but stick to one inflation rate.

### Headline inflation should edge towards 5.5% by late 2009

The truth about the ever evolving inflation outlook is, as I have previously stated, subject to an uncertain Rupee outlook and below trend growth that could put further downward pressure on core inflation. If all goes well, headline inflation should edge towards 5.5% by late 2009 and hover at around the 5% level throughout 2010. Year on year inflation in turn should slow down dramatically and should

remain below 5.5% throughout 2009. When the world economy eventually recovers, commodity prices are more likely than not to skyrocket as net short positions turn to net long positions, but that is not for another year in the best case.

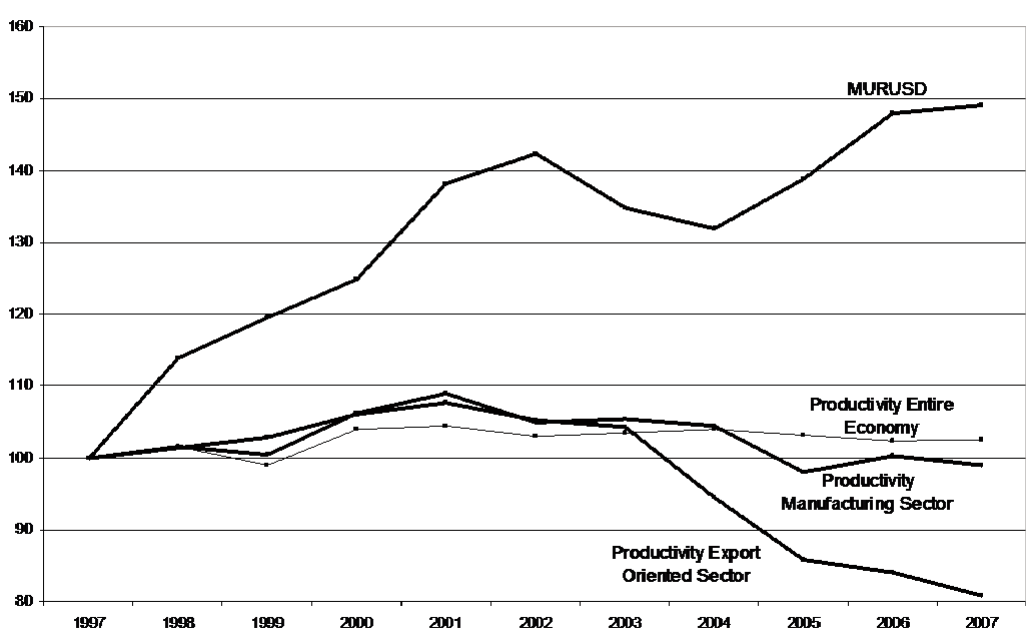
Policy makers should certainly not have been cutting the key Repo rate like they have. The cash reserve ratio is another story. Policy makers can afford to be substantially more dynamic on this front, increasing it when excess cash holdings negatively impact the monetary policy transmission mechanism and relaxing it when the money market tightens. Monetary policy should have remained independent. Coordination with the fiscal side should have been a function of a less "ambiguous" inflation outlook, not one that is made to sound good in order to suit the policy of the day.

How would an independent MPC have managed the Repo rate since 2007 then? The Repo rate should have remained at 9.25% throughout 2007 and 2008. The BoM should have set an inflation target sooner and stuck to it. This would have lowered inflationary expectations and would have permitted for substantial cuts in December 2008 and in the first quarter of 2009. Of course Mauritian policy makers face pressure from politicians and powerful lobby groups and MPC members themselves are politically nominated. Hence what needs to be done is not always done.

### Interest rate expectations have become a function of political necessities and lobby pressure tactics

My views on the recently announced stimulus package can be summed up as follows. The magnitude of the stimulus is appropriate and is a function of the fiscal space that has been created by the pro growth reforms initiated by the Finance Minister, Rama Sithanen, and a bit of inflation too of course. Remember, there are two ways to increase budget revenues: you get either organic growth or inflation. This is one of the main reasons why central banks are supposed to be independent, so that politicians do not abuse monetary policy.

Productivity and Rupee Depreciation (Source Central Statistics Office)



Mauritian politicians from all political parties have relied on this inflation drug for far too long and considering the lack of independence of the BoM, are likely to continue to do so for decades to come. This is why the 14 year average inflation rate for Mauritius remains above 6%. With interest rate expectations a function of political necessities and lobby pressure tactics, you can kiss the creation of a derivatives market goodbye. In fact even in the bond market, the secondary market only sees limited trading. Who would sell you a Treasury note at a reasonable price when elections are near anyway?

Politicians and lobbies stand in the way of the development of the financial market. The development of more sophisticated risk management instruments remains hampered but since those that benefit the most from this sad state of affairs also have influence in formulating public perception via certain media outlets, nothing much is done about it. Let us not forget that in 2008, some media outlets showcased interviews by so called experts that have tried to convince the readers that the tiny upper middle income economy can depreciate its way towards greater competitiveness. With such gems, is it any wonder why the education level of the people remains low when it comes to economics?

Secondly, the massive 20% Pay Research Bureau hike was a mistake that indirectly helped created more wage pressure in the private sector and pushed wage growth above productivity growth. Such policies hurt the economy by creating inflation and by increasing the cost of Mauritian labour. In the long term, there are no winners, only losers. This was the biggest mistake of the stimulus package. Compensation to the public sector should have been spread over a three to four year period and should have already been linked to productivity.

Increased government spending is also likely to translate itself into a certain degree of leakage in the form of import demand which would put some more pressure on the "competitive" Rupee. As the outlook on the export front continues to deteriorate, the second and third quarters of 2009 are likely to prove challenging. So far the Rupee has stabilized itself against the US dollar as the latter has witnessed a weakening patch versus other currencies following the massive interest rate cut by the US Federal Reserve. The Rupee is also being sustained by the differential between short term treasury bills rates in Mauritius and the United States. Once that differential falls, so will the Rupee.

### **We need to better define what productivity means**

Finally, steps taken in terms of providing temporary financing facilities to "productive" firms are encouraging. However, while the

### **The Mauritian link between economics, lobbies and politics**

*By Sameer Sharma (Cont from Pg 1)*

plan does look good on paper, we will need to better define what productivity means. After all, this is tax payers' money going to many companies. Will the Government define a viable firm as one having its return on capital employed higher than the weighted average cost of capital (WACC)? How will Enterprise Mauritius and consultancy firms that propose restructuring packages measure the WACC which is not to be confused with the cost of debt?

The cost of equity is inherently always higher than the cost of debt. The cost of equity for a public company with a Beta of 1 is equal to 7%. This is simply defined as  $(R_m - R_f)$  of a mature economy such as the United States adjusted for a country risk premium (based on the Baa1 country rating of Mauritius). For those who are interested in finding out more in terms of how to calculate the required rate of return on equity (RRE) for a public company, Ashwat Damodarn's website will yield the necessary answers. Furthermore, for private companies, there is a need to include another risk premium called the unsystematic risk premium.

Required Rate of Return on Equity = After Tax Yield on a Long Term Bond (7 year for example) + [Adjusted Beta of Firm \* (7% + unsystematic risk premium if private company)]

$WACC = [RRE * Leverage Ratio] + [Cost of Debt * (1 - Leverage Ratio)]$

$WACC > Cost of Debt$

Companies that talk about competitive Rupee or that operate below WACC and/or have no hope of having  $ROCE > WACC$  should not receive any form of financing from the Government and any bank and should be allowed to fail. Many companies in the export and manufacturing sector will most certainly not qualify but giving money to unproductive firms is a dangerous misallocation of resources.

With regard to the convertible bond option, the option should be American rather than European. Rather than relying on the preferred shares route, the government should, if and only if banks are not willing to lend to perfectly good companies, engage in mezzanine financing where coupon payments would be first set at a very low rate for the first few years and increased thereafter. There is no need for the government to have equity options in the company.

The mezzanine debt will stand between bank debt and equity and coupon payments will be substantially higher after five years so that tax payers can reap the required benefits. After all the required rate of return of a tax payer of

money lent to a company should not be low as opportunity costs and risks are high.

Companies should also be encouraged to issue more shares in the stock market. Let the market try to sort things out before the Government gets involved! Some of the hotel stocks and the airline company are only worth it because their dividend yields are attractive. The preferred shares route and control of dividend payments is not always the best option unless you intend to continue to see those share prices crash. Even if mezzanine financing is more expensive for companies in the long term versus bank loans (as it should be), let management remain independent and let them do what is in their best interest. If that means paying more for mezzanine debt, then so be it.

### **The indirect subsidy of Rupee depreciation has done nothing to improve productivity**

In sum, in a capitalist society, bad companies that seek to depreciate their way to productivity should be allowed to fail. Unfortunately, while the stimulus plan does sound good on paper, I am not comfortable in the Government of Mauritius holding equity stakes in any private company. There are also loose ends to fill in terms of what the government means by productivity and about the influence that some lobby groups may have on the entire process.

As elections draw ever closer and as election financing needs continue to increase, the power of lobby groups is likely to face "upward pressure". Add to that the influence that some groups have on certain media outlets and you can potentially get a dangerous cocktail. Political parties in Mauritius tend to have socialist sounding names but the dirty world of politics turns them into right wing capitalists from time to time.

The Monetary Policy Transmission Mechanism remains weak in Mauritius and the monetary policy route is not the right one. Mauritius has a dismal productivity record because some policy makers and lobby group presidents suffer from tunnel vision syndrome. FOREX is a part of business in Mauritius and calls for a "competitive Rupee" should be viewed in this light. This indirect subsidy of Rupee depreciation has done nothing to improve productivity and, I would argue, has encouraged firms not to adapt to a competitive global economy.

Sectors that have no comparative advantages should not be helped. We cannot have liberal minded reforms and then turn socialist when bad companies that survive via Rupee depreciation begin to threaten to fire workers. Let them fail! Let us stop socializing the losses while we privatize the gains!

Sameer Sharma is a Canada-based financial analyst.

## Mauritius can leverage its limited property market

By Kevin Teeroovengadam

Many people are of the opinion that there has been a bubble in the real estate market in Mauritius that is due to burst at any time and that the Integrated Resorts Scheme (IRS) projects are to the detriment of Mauritius and its future generations. I surely do not pretend to have the crystal ball (quite frankly in these difficult times, I would think the crystal ball is no way near anyone's palms), but I beg to differ.

Firstly, Mauritius only opened its property market four years ago to international buyers with foreign exchange purchasing power. In that short space of time, the initial IRS projects were developed by local landowners and took almost two years to take off the ground and three years when products were ready to be sold. Hence, in reality it is only in 2007 onwards that foreigners (i.e. end buyers) started to become aware that buying a piece of property in Mauritius is real. This was a blessing in disguise as from the time the housing crisis hit the United States by the fourth quarter of 2007 and then with ripple effect to other markets (United Kingdom, East Europe, Dubai) in 2008.

Foreigners buying in Mauritius have not been looking at Mauritius from a speculative angle, but rather for either secondary holiday usage or else use Mauritius as a way to relocate their wealth. Hence, due to limited time, Mauritius is not exposed to the bubble or deep speculating as other markets such as Dubai or Morocco that have been opened for more than 10 years. In fact, Mauritius is in a great position to learn from those countries so that Mauritius can leverage as much as possible from its limited property market.

### Real demand but limited supply

Secondly, Mauritius being a small island and limited by land area, one should try to compare land prices to small states such as Singapore, and Hong Kong. Let us not go too far. Let us compare prices with our closest neighbours at Reunion Island. What one would see is that prices in Mauritius are way down. I am not saying that we must be at par because this might be to the detriment of locals. But the gap or opportunity (depending on how you see) is huge and this is where both public and private sectors should think how best to leverage on this price differential.

Thirdly, we know that more than 2,000 expatriates who have been living in Mauritius for more than 3 years can buy at least one property in Mauritius. If ever all these expatriates decide to buy, it will be impossible for them to find decent residential units readily available. Already it is a nightmare whenever an expatriate comes to Mauritius to rent a house. The supply is not there. Hence, from 2010 onwards, there will be real demand if the expatriates decide to exercise their rights of buying a property in Mauritius. This is no bubble as someone will need to build the stocks for these potential buyers.

Fourthly, many Mauritians who left Mauritius in the 1970s and 1980s are now at the age of retirement and have amassed decent wealth in the United Kingdom, France, Australia or

Canada. These are potential buyers who want to come back to Mauritius either to retire full-time or else hop between their primary residence and Mauritius on a regular basis. These are people who want and can afford to buy villas, or apartments near the sea-front. Once again, this is real demand with foreign exchange purchasing power.

Fifthly, despite the South African rand going belly up, high net worth South Africans have made a strategic decision to move part of their wealth via Mauritius, and they are not prone to the issues of mortgage financing or liquidity squeeze. Again real demand!

Sixthly, let us look at the IRS projects: how many have happened on the ground? Very few as not more than 500 units have been sold. This is because you need capital upfront to do these big developments. Any Tom, Dick and Harry cannot do IRS developments. What does this mean in the short to medium term? There will be limited supply of IRS villas which is the case already. What does this mean? It is a controlled environment whereby limited supply of villas in a country that is restricted by supply of land that will sustain value.

### More foreigners will bring positive benefits for Mauritians

The issue has always been: where can Mauritius pitch itself? Is it the US\$1 million to US\$2 million bracket or the US\$5 million bracket? This I will leave to IRS developers to know their products better than myself bearing in mind that apartments of 80 square metres in Hong Kong can cost US\$5 million upwards.

Some regular commentators are always criticizing whether it is the IRS schemes or what Government does or tries to implement as policies to attract foreign direct investment. What I struggle to understand is why the same people are not able to propose solutions. What does Mauritius has as options? No one owes us a living and in today's world, everyone is looking after one's own interest. This is even exacerbated since there is a sense of protectionism that is arising from this global financial crisis and recession.

Personally, I firmly believe that the more foreigners we have living in Mauritius can only lead to overall positive benefits for Mauritians, especially the masses. Let us imagine if we have 50,000 foreigners spending USD 4,000 per month, this would mean USD2.4 billion. If we add the multiplier effect, can we double the GDP? Absolutely! And the more foreigners living in Mauritius, the more it will help the small and medium enterprises and the masses.

Mauritians have always been scared of foreigners. We want their money but we are worried that they might take over. Look at Singapore, Hong Kong, Dubai and see how many foreigners live, work, play and retire in these countries. They must be doing something right!

Kevin Teeroovengadam is a South Africa-based analyst.

## A real conundrum

By Roland Pepin

I am of the opinion that the article of Eric Ng Ping Cheun on "Real estate, investment and saving" published in the November-December 2008 issue was spot on. Property developers and large landowners may not agree as they have an interest at stake. We have seen the bubble bust in United Kingdom in the 1980s, in Thailand not too long ago and in the United States at the moment. Property values are tumbling too in Australia. Speculators beware!

I share the view that the Mauritian property market does not have a proper standard for valuation. Incidentally, I am not aware that we have a real estate valuer institute or professional regulating real estate valuers in Mauritius, as there exist in developed economies, to properly assess a property portfolio. I may be wrong though.

Other and above construction cost and true value of land, which are determined by demand or need, real return on investment is fundamental in real estate values. To rely on capital appreciation only can be risky if not dangerous.

Furthermore, the land mass of Mauritius has been traditionally reserved for agriculture and the recent government agreement for release of agricultural land for Integrated Resorts Scheme (IRS) construction may have excited speculators. However, I have doubts as to the real benefit for the country.

The perception that the building of IRS will attract foreign capital may be shortsighted and even over exaggerated. IRS buyers, whom developers expect to be in great numbers, may not come with the world credit crisis persisting with more developed economies falling into recession.

Attracting IRS buyers could also cause a problem to the country as these buyers would be mainly of retiring age and become consumers of medical facilities which may not be at par with developed countries. Indeed, I fully support the assessment that this sector of the Mauritian economy is a real conundrum.

Roland Pepin is Manager at the Trade Credit Division of General Security Australia Insurance Brokers.

## La pire crise financière depuis 1930

Par Swadicq Nuthay

Nous vivons une crise financière mondiale sans précédent, en fait la pire crise depuis celle des années 1930. Si des opérations musclées venant de la part de divers gouvernements n'avaient pas été menées, les incidences de la crise financière sur l'économie réelle auraient été plus graves.

Nous constatons que cette crise a démarré avec l'éclatement de la bulle immobilière. Au début des années 2000, les taux d'intérêt longs et courts étaient très bas aux Etats-Unis, en dessous du niveau qui soit cohérent avec le cycle économique. Le retournement à la baisse du marché de l'immobilier a engendré une hausse des taux de défaut, car les ménages ne remboursaient plus leurs emprunts immobiliers.

Cette situation a provoqué un resserrement du risque chez l'ensemble des intervenants financiers et bancaires. Cette première phase de la crise a provoqué une dévalorisation rapide et marquée de nombreux actifs dans les bilans des banques. Cela se traduira par un durcissement des conditions bancaires.

La croissance mondiale depuis le début des années 2000 avait été forte et homogène. Mais depuis 2007 différents moteurs de croissance se font plus incertains.

La crise est arrivée en plusieurs phases depuis septembre 2007. Il y a eu des phases d'accélération comme lors des problèmes posés par Bear Stearns puis des phases d'accalmie lorsque les investisseurs ont été persuadés de l'intervention des Etats pour sauver les banques en difficulté. Puis une rupture est apparue à la mi-septembre 2008. Elle s'explique par la faillite, acceptée par les autorités américaines, de la banque Lehman Brothers.

Cela a créé une situation de forte incertitude sur le marché financier. Les banques étant en difficulté pour les raisons déjà évoquées, quand la garantie de l'Etat disparaît, une faillite bancaire supplémentaire devient possible. De cette situation naît une méfiance mutuelle qui se traduit par le blocage du marché monétaire. Comme celui-ci ne fonctionne plus, les banques centrales même en déversant des montants considérables de liquidités n'ont pas changé cette situation.

De par le passé nous pouvons observer l'intervention du gouvernement lors de quatre autres crises financières importantes à différentes échelles :

### Le marché financier a plus ou moins touché le fond

Aujourd'hui trois situations d'incertitude se manifestent en même temps et tout le monde

est affecté par la crise. Celle-ci n'est plus simplement localisée sur le secteur financier. D'abord, le marché monétaire est toujours peu efficace malgré l'intervention des Etats et les apports spectaculaires de liquidité de la part des banques centrales. Les gouvernements ont pris des mesures de recapitalisation et de garantie des dettes interbancaires. Les banques centrales ont élargi leurs opérations, mais le système n'est toujours pas retourné à la normale. Nous faisons face aujourd'hui au spectre d'une récession plutôt sévère aux Etats Unis, en Europe et au Japon.

Ensuite, l'activité ralentit très fortement dans les pays industrialisés. Le cycle économique s'ajuste très fortement à la baisse, provoquant des inquiétudes sur l'emploi. Enfin, la situation des pays émergents a changé. Le retrait des capitaux des investisseurs occidentaux pénalise désormais les économies les plus fragiles. On l'a vu récemment en Hongrie, en Ukraine et dans les pays baltes. De plus, la menace d'une baisse drastique des exportations des pays émergents fait craindre le pire.

Aujourd'hui, on peut dire que l'incendie a été circonscrit, bien que des risques subsistent. Cependant, le marché financier a plus ou moins touché le fond. Le pire est peut être passé. Les marchés boursiers ont perdu entre 45% et 60% de leurs valeurs. Et les bourses émergentes n'ont pas été épargnées. Les baisses enregistrées depuis que la crise a éclaté sont comparables à celles de 1930-31 durant la grande dépression. Les pertes boursières sont estimées à environ \$ 30 000 milliards. C'est effrayant !

Les répercussions se feront encore sentir, bien que les marchés boursiers aient déjà répercuté une bonne partie des incertitudes provoquées par la crise dans la valeur des actions. En ce qui concerne les perspectives économiques, des doutes demeurent, ce qui explique les volatilités observées ici et ailleurs. C'est incontestablement une des pires crises que le monde ait connues.

Alors que les actions prises récemment par les gouvernements devraient permettre d'esquiver une période de récession très sévère, la suite des événements dépend

encore de l'exécution de ces plans d'action. Il est extrêmement difficile de savoir quand il faut entrer sur le marché ou en sortir. Cependant, il est bon de garder en tête que le marché des actions essaie toujours d'anticiper ce qui va se passer et que, pour cela, il remonte toujours avant que la reprise économique ne commence.

### Corrélation entre l'économie réelle et le marché boursier

Les craintes subsistent aujourd'hui que l'économie mauricienne ne sera pas épargnée par la récession aux Etats Unis, en Europe ainsi qu'en Angleterre. Cela dit, les secteurs qui seront le plus touchés sont le secteur manufacturier et le tourisme.

Il y a eu dans la foulée une baisse conséquente du marché boursier mauricien. Depuis son plus haut atteint en février 2008, l'indice boursier, le Semdex, a perdu 45% et la capitalisation a chuté de Rs 90 milliards, ce qui est phénoménal. Le Price Earnings Ratio est tombé de 15x à 6.1x. Il est évident aujourd'hui que le marché a répercuté les incertitudes liées à la crise dans la valeur des actions.

Une analyse de l'évolution de la bourse de Port Louis depuis 2000 indique clairement que l'évolution des indices boursiers reflète les perspectives de croissance de l'économie mauricienne, et en particulier celles des entreprises cotées. La très bonne performance des sociétés cotées, notamment celle des grosses cylindrées du marché, durant les cinq dernières années s'est reflétée très positivement sur l'évolution de leurs cours boursiers. Cette croissance des sociétés cotées a, dans la même foulée, influé positivement la croissance économique de Maurice.

Aujourd'hui, les incertitudes qui planent sur les perspectives de croissance de l'économie mauricienne dans le sillage de la crise globale sont reflétées dans l'évolution de la bourse. Comme sur les autres places financières, il existe bel et bien une corrélation entre l'économie réelle et le marché boursier.

Swadicq Nuthay est gestionnaire de fonds chez Axys Capital Management.

	Durée	US\$ milliards	% du PIB
Great Depression	1930s	1.1	2.0
US Savings & Loan crisis	1986-95	175	3.0
Swedish banking crisis	1992-93	9.2	3.6
Japanese banking crisis	1990-99	600	13.0
US sub-prime crisis	2007-08	700	2.9

## Les nouveaux consommateurs

Par Stéphane Henry

Permettez-moi de commencer par un extrait du livre de Shiv Khara *You can win* : "A man was selling hotdogs by the roadside. He was illiterate, so he never read newspapers. He was hard of hearing, so he never listened to the radio. His eyes were weak, so he never watched television. But enthusiastically, he sold lots of hotdogs. His sales and profits went up. He ordered more meat and got himself a bigger and a better stove.

As his business was growing, the son, who had recently graduated from college, joined his father. Then something strange happened. The son asked : 'Dad, aren't you aware of the great recession that is coming our way ?'

The father replied : 'No, but tell me about it.'

The son said : 'The international situation is terrible. The domestic situation is even worse. We should be prepared for the coming bad times.'

The man thought that since his son had been to college, read the papers and listened to the radio, he ought to know and his advice should not be taken lightly. So the next day, the father cut down his order for the meat and buns, took down the sign and was no longer as enthusiastic. Very soon, fewer and fewer people bothered to stop at his hotdog stand. And his sales started coming down rapidly.

The father said to his son : 'Son, you were right. We are in the middle of a recession. I am glad you warned me ahead of time.'

### La crise actuelle est avant tout une crise de confiance

Cette histoire est on ne peut plus actuelle, pour plusieurs raisons :

1) Les esprits les mieux éduqués et les plus brillants se trompent souvent : la débâcle des banques d'investissements en 2008 en est la preuve.

2) La médiatisation des mauvaises nouvelles est un facteur déterminant d'aggravation de la situation économique et financière.

3) La crise actuelle est avant tout une crise de confiance. Nous avons besoin de leaders charismatiques, d'Obamas, de Sarkozys, qui s'expriment avec conviction et optimisme et peuvent

réinstaurer la confiance ébranlée depuis juillet 2007.

4) Les consommateurs n'ont pas disparu complètement. Il faut aller les chercher là où ils se trouvent.

Que prévoient les économistes pour 2009 ? Selon Merrill Lynch, nous sommes entrés dans une nouvelle ère, qui mettra l'accent sur la qualité plutôt que sur la quantité. Nous allons mettre plus de temps, travailler davantage, avant d'investir, acheter une maison ou une voiture. Les banques vont sans aucun doute regarder les dossiers de crédit plus en détails, afin de réduire les risques de non-remboursement, dans un contexte incertain.

Les thèmes d'investissements retenus par Merrill Lynch pour 2009 sont les obligations des pays et sociétés considérés comme non risqués (en général peu endettés), le Japon, qui est depuis quinze ans dans la situation dans laquelle le monde se trouve aujourd'hui, les grands travaux d'infrastructures aux Etats-Unis, en marge du plan de relance qui sera initié par le président élu Barack Obama et, malheureusement, l'industrie de l'armement, à cause des multiples foyers de tensions géo-politiques.

Parmi les pays développés, UBS et JP Morgan recommandent une sur-exposition actions sur les Etats-Unis et le Royaume-Uni : pour ces deux pays, un rebond des marchés est attendu avant fin 2009, grâce à des politiques fiscales et monétaires facilitatrices, qui devraient permettre une sortie de crise en 2010.

Du côté des pays émergents, Morgan Stanley souligne deux éléments fondamentaux. D'une part, l'importance du ratio dette externe / Produit Intérieur Brut : la Chine et Taiwan, avec des ratios de 31% et 36% respectivement, sont très bien jugés, par rapport aux pays sur-endettés tels que l'Afrique du Sud (245%), l'Argentine (264%), la Turquie (345%), la Pologne (365%) ou la Hongrie (694%) ! D'autre part, la consommation cumulée des quatre pays BRIC (Brésil, Russie, Chine, Inde) est maintenant supérieure à la consommation des Etats-Unis et peut donc significativement influencer la croissance mondiale.

### Les parts de marché à gagner sont en Asie

L'Economist Intelligence Unit s'attend à une croissance mondiale de 2,6% en

2009 : +0,3% pour les pays développés et +5,9% pour les pays en développement. Le commerce mondial devrait progresser de 3% en 2009 (le taux fut cependant de 9% en 2006). Tout n'est donc pas aussi noir que ce que le pessimisme ambiant tend à nous faire croire : les ventes de voitures en Chine (second marché mondial) ainsi qu'en Inde et en Russie vont progresser de 5% à 10% en 2009.

Les dépenses de santé dans le monde vont également croître de plus de 4% en 2009, avec des progrès constants en termes de soins et de prévention. Enfin, bonne nouvelle pour Maurice, le tourisme mondial va progresser d'environ 3% en 2009, avec certes une préférence pour les courts trajets.

Il est essentiel de noter que, dans tous les secteurs, y compris le tourisme, la croissance de la consommation provient quasi-exclusivement des pays émergents. Il faut donc que toutes les entreprises reconnaissent ce fait et aillent chercher les clients là où ils se trouvent.

Après dix-huit mois de crise, force est de reconnaître que nous sommes dans une situation plus grave que toutes les crises des trente dernières années, du point de vue de l'Occident. Le déclic, s'il se produit en 2009, viendra des Etats-Unis mais de nombreux éléments déclencheurs se trouvent dans les pays émergents, notamment en Asie. Les parts de marché à gagner sont de ce côté.

Stéphane Henry est le directeur général de *Investment Professionals*.



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](mailto:conjoncture@orange.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.

## Lessons from a trip down memory lane

By Christopher Tan

In 1593, a newly appointed botany professor from Vienna brought to Leyden (a city and municipality in the province of South Holland in the Netherlands) a collection of unusual plants that had originated from Turkey. The Dutch were fascinated with this new addition to the garden but not with the professor's asking price. One night, a thief broke into his house and stole the tulip-bulbs which were subsequently sold at a lower price but at a greater profit.

Over the next decade or so, the tulip became a popular but expensive item in Dutch gardens. Many of these flowers succumbed to a nonfatal virus known as mosaic. This virus caused the tulip petals to develop contrasting colored stripes or flames. The Dutch valued highly these infected bulbs, called bizarres and in a short time, popular taste dictated that the more bizarre a bulb, the greater the cost of owning it.

Slowly, "tulipmania" set in. At first, bulb merchants simply tried to predict the most popular variegated style for the coming year. Then they would buy an extra-large stockpile to anticipate a rise in price. Tulip-bulb prices began to rise wildly. The more expensive the bulbs became, the more people viewed them as smart investments. Ordinary industry of the country was dropped in favour of speculation in tulip bulbs.

Nobles, citizens, farmers, mechanics, seamen, footmen, maid-servants, even chimney sweeps and old clotheswomen dabbled in tulips. Everyone imagined that the passion for tulips would last forever and buyers from all over the world would come to Holland and pay whatever prices were asked for them. People who said the prices could not possibly go higher watched with chagrin as their friends and relatives made enormous profits. The temptation to join them was hard to resist and few Dutchmen did.

In the last years of the tulip spree, which lasted approximately from 1634 to 1637, people started to barter their personal belongings, such as land, jewels and furniture, to obtain the bulbs that would make them even wealthier. Bulb prices reached astronomical levels. Apparently, as happened in all speculative crazes, prices eventually got so high that some people decided they would be prudent and sell their bulbs. Soon, others followed and like a snowball rolling downhill, bulb deflation grew at an increasingly rapid pace, and in no time at all, panic reigned.

Government ministers stated officially that there was no reason for tulip bulbs to fall in price, but no one listened. Dealers went bankrupt and refused to honour their commitment to buy tulip bulbs. A government plan to settle all contracts at 10 percent of their face value was frustrated when bulbs fell even below this mark. And prices continued to decline. Down and down they went till most bulbs became almost worthless-selling for no more than the price of a common onion.

You may be reading this in amazement and thinking that this sort of thing will never happen in our time. Well, unfortunately, you will have to be disappointed.

From early March 1928 through early September 1929, the stock market percentage increase in the US equaled that of the entire period from 1923 through early 1928. Stock market speculation was a national past time. People were borrowing to buy

stock that was way overpriced.

On 3<sup>rd</sup> of September, 1929, the market reached a peak that was not surpassed for a quarter of a century, even though business activities and sentiments have fallen months before. On 5<sup>th</sup> September, the market suffered a sharp decline. Even though bankers and government officials assured the country that there was no cause for concern, the market ignored it.

When customers began selling their holdings due to their inability to meet the margin calls, market fell further. The market panic reached its peak on 29<sup>th</sup> October 1929. Prices fell almost perpendicularly and by the time the lows were reached in 1932, most blue chip stocks had fallen 95 percent.

Similar mad chasing of returns occurred from the 1960s onwards. In the 60s and 70s, it was about growth stocks such as IBM and Texas Instruments that were sold at ridiculous prices but buyers bought because they firmly believed that many will be willing to pay a much higher price. In the 80s, it was about new issues or otherwise known as initial public offerings. This is especially so for biotechnology companies which may have no current earnings to show but simply a pipeline of potential products, which may never get its chance to see daylight.

Closer to our memory, is probably the biggest bubble of all time, the internet bubble. In the year 1999, everyone was buying technology and internet related shares and unit trusts. Everyone felt that the future was in the internet. You looked stupid if you stay off such investments. You see, the internet represented a new technology that offered new business opportunities that promised to revolutionise the way we obtain information and purchase goods and services.

Even though these companies have no earnings to show at all, but simply a concept or hot idea, speculators flocked to it as long as they have a dot com name attached to it. Even professional managers believed in it and the bulk of these funds were set up in 1999 & 2000. But in the middle of 2000, the NASDAQ crashed.

### This time is not different

So how does knowing the history of the stock markets help us?

Investment professionals always say: "This time is different". I disagree. I say there is nothing new under the sun. The history of the stock market showed us that "tulipmania" repeated itself since the 17<sup>th</sup> century. The greed of humans will keep us buying even though prices are at a ridiculous high and will sell in panic when we realize how ridiculous we have been. Most of us never learn from history, we always succumb to that desire of making lots of money in the shortest period of time.

### Professionals are not always right

The internet bubble has clearly shown that professionals are not always right. In fact, they could many times be wrong. How could fund managers, investment advisers, wealth managers, so called experts not know that those internet stocks were selling at a ridiculous price? Well, many probably knew, but they eagerly feed our greed, even as they satisfy their own desire,

maximization of profits and advancement in career.

Human sentiments does not determine the true value of your investments. While we all hate to lose money, we dislike it even more when others are seemingly making lots of it and we are not. So we follow the crowd. When everyone sells in fear, we believe in the majority and follow suit. We don't realize that that having a majority decision doesn't always means the right decision and human sentiments have no bearing on the true value of businesses.

### The market will fall and rise once again

So how should we invest? Using the stock market history as a lesson, it is really not difficult to make money from investing. Find sound businesses with long term sustainability and at a reasonable price to invest in. Ignore the short term fluctuation as it has nothing to do with your businesses. Ignore what professionals tell you, especially those who make more money selling you than advising you. Invest in the stocks for the long term.

Sound simple? Well it is really that simple but unfortunately not easy. Many may not know how to identify those good businesses. Short term fluctuations may cause us to lose our sleep and give us ulcers that we may not be able to invest long term and professional's advice seems too hard to ignore. So what can we do?

To avoid having the need to pick the right stock, buy all the companies in the stock market through a low cost index fund or ETF. If you dislike the fluctuations, diversify your investments over different geographic regions and asset classes. Ignore short term noise as the human greed and fear has absolutely nothing to do with your long term investments. In fact, if you are a long term investor and a net saver, you would rejoice when the market falls as it presents you with a chance to buy at sale price. When the market is rising wildly, you would be sad as there is no opportunity to save.

If you have to listen to a professional, make sure you choose one that takes care of your long term goal rather than fulfill their own short term ambitions. How would you know and how can you ensure that he deliver what he promises? Instead of paying him huge commissions for each product he sells you, put him on a regular payroll instead. Remove him if he cannot do the job. We are compensated this way too, why should we pay our advisers differently?

So should you be worrying too much about the current global financial crisis? Having gone through the Asian financial crisis, the internet bubble, SARS, the Iraq war, the oil price surge over the last 10 years or more, and having read the history of the market for the last 300 years, this is what I can tell you: Just as the sun will rise from the East and sets in the west, the market will fall and rise once again. It has always been and it will always be. If you have done your investments correctly, sleep well. Tomorrow is a new day.

Christopher Tan is the chief executive officer of *Providend*, an independent private wealth management firm licensed by the Monetary Authority of Singapore.

## Le « spectre » de la déflation

Par Jean-Yves Naudet

Par les temps qui courent, les "analystes" font assaut de stupidités et étalage de leur ignorance. Un exemple assez remarquable est donné par l'apparition d'une nouvelle lubie à la mode : le spectre de la déflation rôderait autour de l'économie mondiale. Un syllogisme implacable soutiendrait cette thèse : en 1929, la crise s'est accompagnée d'un effondrement des prix, entraînant l'activité dans un gouffre sans fond ; la crise actuelle est une répétition de 1929, donc les prix vont s'effondrer.

### Déflation... avec 4,5% d'inflation

Voilà *Le Monde* et *Les Echos* d'accord. « *La crise financière fait resurgir le spectre de la déflation* » pour le premier, qui parle de la « *menace d'une baisse des prix associée à un recul de l'activité* » qui se préciserait. Ajoutant à la une : « *Une baisse des prix généralisée et durable affaiblirait encore l'économie mondiale* ». Le second titre sur « *la menace de déflation* » qui « *se précise aux Etats-Unis* ».

Rappelons tout d'abord qu'il est normal que, dans une économie de marché, les prix varient pour indiquer les raretés et inciter chacun à modifier son comportement. Ce qui est anormal, c'est lorsque la majorité, voire la totalité des prix, évolue dans la même direction ; en hausse (c'est l'inflation), en baisse (c'est la déflation).

La question qui est posée par nos confrères est donc de savoir si nous sommes en déflation. Les prix sont-ils en train de s'effondrer et leur moyenne est-elle en baisse ? L'Organisation pour la Coopération et le Développement Economique (OCDE) publie chaque mois les indices de prix à la consommation, comparables d'un pays à l'autre. Pour les douze derniers mois se terminant, suivant les cas, en septembre ou en octobre 2008, la hausse annuelle des prix pour l'ensemble de l'OCDE est de 4,5%. Il est vrai qu'elle a culminé deux mois plus tôt à 4,8%.

On peut donc parler d'un très léger ralentissement de l'inflation. Mais en 2007, la hausse n'était que de 2,5% : il y a donc eu accélération de la hausse entre 2007 et 2008. Il semble simplement qu'une inversion de tendance existe depuis deux mois, mais on reste très en dessous de la hausse de 2007.

Est-ce vrai dans tous les pays ? Pour la moyenne des pays européens, la hausse était de 2,7% en 2007 ; elle a culminé à 4,7% milieu 2008 et elle est « retombée » à 4,5%. Le G7, pour sa part, est passé de 2,2% (2007) à 4,6%, pour retomber à 4,1%. En France, on a respectivement

1,5%, puis 3,6%, puis 2,7%.

Quant aux Etats-Unis, sur lesquels *Les Echos* exprimaient leur inquiétude, la hausse des prix était de 2,9% en 2007, elle a culminé à 5,6% mi-2008 et elle est retombée à 3,7% en octobre : le recul est sensible, mais parler de déflation quand les prix montent de 3,7% n'est ni raisonnable ni scientifiquement fondé.

### Ne pas confondre baisse du prix du pétrole et déflation

Ce qui a inquiété *Les Echos*, c'est le fait qu'en octobre, sur un seul mois, les prix aient diminué de 1% (« *plus forte baisse mensuelle depuis 1947* » !). Mais les variations mensuelles n'ont guère de signification ; ce qui compte, c'est la tendance, exprimée par la hausse sur un an. En effet, sur un an, les vraies tendances apparaissent, liées aux vraies causes de l'inflation, comme l'évolution de la masse monétaire.

Au contraire sur un mois, certaines évolutions de prix particuliers peuvent faire varier la moyenne : dans ce cas précis, il s'agit évidemment de la hausse, puis de l'effondrement du prix du pétrole. Mais la hausse, même très forte, d'un prix, comme sa chute, peuvent faire varier l'indice, mais ne constituent pas une vraie inflation (ou déflation). D'ailleurs, hors énergie et alimentation, le recul n'est que de 0,1%.

Aucun pays de l'OCDE ne connaît actuellement de baisse annuelle des prix, pas même le Japon, dont les prix baissaient il y a trois ans, mais qui a eu 0,1% de hausse en 2007 et 2,1% en 2008. Pourtant, il n'y a pas que nos confrères qui s'inquiètent. José Manuel Barroso, président de la Commission européenne, a lui-même déclaré : « *La menace aujourd'hui, ce n'est pas l'inflation, c'est la déflation* ». Certes, on peut s'inquiéter lorsque les prix s'effondrent, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui, par exemple lors de politiques monétaires artificiellement restrictives.

C'est ainsi, comme l'a montré Milton Friedman dans son *Histoire monétaire des Etats-Unis*, qu'en 1929, après avoir artificiellement soutenu l'économie par une expansion monétaire sans rapport avec la réalité économique, la Fed a pratiqué une diminution radicale de la masse monétaire, provoquant non seulement la déflation, mais aussi la dépression. Mais ce n'est pas la baisse des prix qui avait provoqué la crise, mais une politique monétaire absurde, du type conjoncturel, d'abord trop expansionniste, puis trop restrictive.

### Un prétexte pour justifier une relance keynésienne

De ce point de vue, où en sommes-nous aujourd'hui ? Le plus simple à vérifier concerne la zone euro, dont la politique monétaire fait l'objet de publications régulières. La définition pertinente de la masse monétaire est une définition large, dite M3. Celle-ci a augmenté en 2007 de 11,5%, en rythme annuel au troisième trimestre et de 12% au quatrième, ce qui est manifestement excessif, sans rapport avec la hausse possible du produit intérieur brut ou même avec l'évolution de la demande de monnaie. D'ailleurs, l'objectif de la BCE était seulement de 5% par an de hausse de M3. On en était loin.

En 2008, on assiste à un moindre dérapage de M3, 11,2% au premier trimestre, 10% au second, 8,8% pour douze mois se terminant en août, dernière statistique connue. C'est beaucoup plus raisonnable, mais ce n'est pas déflationniste à ce rythme là, et cela reste même légèrement inflationniste. Bien entendu, si la politique monétaire devenait semblable à celle de 1929, avec une croissance négative de M3, les choses seraient différentes ; mais on n'en est pas là pour l'instant, et parler de déflation est actuellement absurde.

Alors pourquoi tous ces discours alarmistes ? Notre analyse est qu'il faut donner un semblant de justification scientifique aux politiques de relance keynésiennes qui deviennent le plus petit commun dénominateur, du G20 à la Chine en passant par l'Union européenne en général et la France en particulier. Comment justifier une relance par la demande dans une situation d'inflation ? En revanche, dire qu'on est en 1929, en pleine déflation, fait penser au New Deal et semble justifier une relance par la demande globale.

Or c'est doublement faux : d'une part, nous ne sommes pas en déflation ; d'autre part, même si c'était le cas, la relance keynésienne n'a jamais été la solution, comme l'a montré son échec dans les années 1930. Mais les hommes politiques sont prêts à utiliser n'importe quel argument pour justifier le grand retour de l'Etat.

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

## L'économie d'abord Par Eric Ng Ping Cheun

“L'économie d'abord ; tout le reste est secondaire” : le principal message du Premier ministre mauricien, le Dr Navin Ramgoolam, dans son discours à la nation lors du nouvel an cadre bien avec le contexte de crise auquel le pays est confronté. S'il est vain d'espérer une trêve politique, une bonne résolution de nos politiciens serait qu'ils mettent du sérieux à débattre des enjeux économiques. L'île Maurice, celle qui travaille, veut bien se passer d'une part des gesticulations de basse politique visant à entretenir une campagne électorale permanente et, d'autre part, de la médiatisation outrancière des mauvaises nouvelles, laquelle frise parfois l'auto-flagellation nationale.

Quiconque ayant visité Hong Kong et Singapour durant le dernier mois de décembre n'aura pas manqué d'observer une baisse d'affluence dans les magasins et les restaurants, malgré des réductions de prix allant jusqu'à 70%. On n'aura pourtant pas entendu les gens se plaindre, tellement ils restent dignes devant la récession qui frappe leur pays. A Maurice, l'économie n'est pas en récession, mais les pleureurs courent les rues. Et les Mauriciens ont beaucoup dépensé durant la période de festivités.

### Responsabilité individuelle et sens d'entreprendre

A moins de croire qu'ils ont du pouvoir d'achat, on peut s'inquiéter que les gens soient si dispendieux sans se soucier des lendemains difficiles. Dans ce cas, le problème n'est pas tant la crise que l'absence d'une conscience de crise. Il existe une seule explication à cela : les Mauriciens pensent que, quoi qu'il arrive, l'Etat leur viendra toujours en aide. C'est comme un appel à la privatisation des gains et à la mutualisation des pertes, donc une incitation aux citoyens à prendre des risques inconsidérés.

Voilà qui est dangereux, bien plus que la crainte du Premier ministre d'une “économie libérale fondée sur la seule loi du marché”. Les gens ont développé une culture du plus d'Etat dans la mesure où tous les gouvernements ne leur ont jamais appris à se passer d'eux. Or une situation de crise appelle plutôt au mieux-Etat. Pour la surmonter, le pays compte sur la responsabilité individuelle et le sens d'entreprendre de chacun.

Il convient de tordre le cou à un mythe tenace : l'économie libérale de marché n'existe pas encore. Mais certains ont un besoin doctrinal de régler leur compte avec le marché. Après l'avoir essayé lorsque le prix du brut était à 147 dollars le baril, ils blâment maintenant le marché pour la crise financière. En vérité, le grand fautif est l'Etat : la crise des subprimes a pour origine la manipulation du taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine (une politique d'argent facile), les pressions

politiques sur Fannie Mae et Freddie Mac pour consentir des crédits immobiliers à des ménages insolubles, et l'intervention du gouvernement Clinton forçant les banques à prêter à des minorités à faibles revenus.

Aucun manuel d'économie n'enseigne que le marché garantit la croissance à vie. C'est dans la nature même du marché que s'enchaînent croissance, crise, récession et reprise. Les banqueroutes sont à l'économie de marché ce que le péché est à la religion : sa raison d'être. Le marché traite avec l'homme réel, faible et sujet à des erreurs, et non avec des êtres parfaits et omniscients. Il s'adapte et s'ajuste aux circonstances dans la durée. Mais comme le court terme est l'horizon indépassable du monde politique, l'Etat intervient pour rassurer.

### L'économie n'a pas grand-chose à voir avec l'argent

Nous voici donc rassurés avec un *Additional Stimulus Package*. Certains y voient le triomphe de l'Etat sur le marché et le retour du keynésianisme, un terme qu'ils galvaudent en l'employant à tort et à travers. L'idée que l'Etat doit investir davantage dans l'infrastructure n'est pas ce qu'il y a de plus original chez Keynes. C'est pourtant l'essentiel de ce plan de relance.

Il est inexact de dire que le gouvernement “injecte” dix milliards de roupies dans l'économie. Il n'a pas annoncé qu'il va imprimer des billets pour financer son plan. Le cas échéant, le déficit budgétaire serait à plus de 7% du produit intérieur brut ! En fait, le gouvernement renoncera à un certain montant de revenus (cela équivaut à une relance par l'offre), économisera sur le service de la dette (il faudra s'attendre à d'autres baisses du taux d'intérêt) et s'appropriera des fonds dans les deux

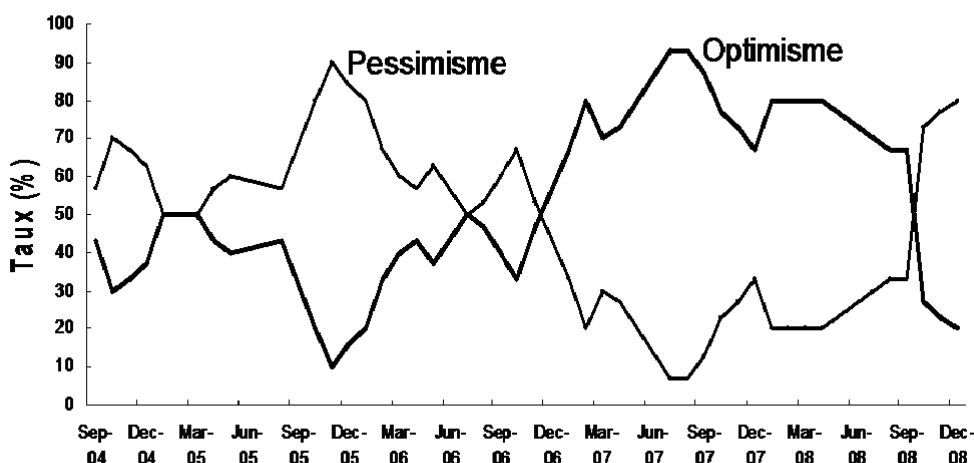
prochains budgets (les dépenses supplémentaires s'étaleront sur deux ans). D'ailleurs, le ministre des Finances, Rama Sithanen, s'est bien gardé de préciser le taux attendu du déficit budgétaire pour la présente année financière.

Contrairement aux idées reçues, l'économie n'a pas grand-chose à voir avec l'argent. Elle s'intéresse aux choix des hommes et à leurs conséquences sociales, l'argent n'étant qu'une représentation du réel et un moyen commode d'échanger des biens et des services. Certainement l'économie n'est pas qu'une affaire de chiffres. Elle est un réseau d'échanges volontaires où l'on travaille, produit et échange ses produits contre ceux des autres à travers le libre jeu des prix. Elle ne traite pas particulièrement des choses matérielles, mais des actions des hommes pour satisfaire leurs désirs.

C'est une louable initiative du chef de gouvernement de donner priorité à l'économie en cette année 2009. Il n'entonne pas pour autant la vulgate marxiste du primat de l'économie sur tout le reste. Mais la plus importante infrastructure économique reste le cadre de la concurrence. Et l'on peut bien marier l'économie avec l'environnement, sans avoir à se prosterner devant les tenants de l'écologie profonde qui jouent aux apprentis-sorciers de la “décroissance maîtrisée”.

L'économie d'abord, c'est aussi un défi devant l'ignorance économique de la population. Sans doute faut-il rendre obligatoire l'étude de l'économie jusqu'en Form V. C'est un projet d'humanité qui enchantera l'économiste. Mais il doit rester humble en démontrant aux gouvernants le peu de choses que chacun d'entre nous sait pour planifier l'économie.

### Sentiments des analystes par rapport aux perspectives de l'économie mauricienne sur un an



(source: Baromètre économique de PluriConseil - Echantillon représentatif de 30 analystes économiques et financiers)