

# CONJONCTURE

PluriConseil  
THINKING OUT OF THE BOX!

Bilingual Journal of PluriConseil  
Numéro 43 – Janvier-Février 2010

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

## Un budget de continuité

Par Rajiv Servansingh

Le budget national présenté par le ministre des Finances, Rama Sithanen, le 18 novembre dernier était le dernier avant les prochaines élections générales et venait après un constat plutôt positif sur la résilience de l'économie face à la crise financière. Nombre d'analystes s'attendaient donc à un budget « électoraliste ». Disons d'emblée, à la décharge du ministre, qu'il a bien résisté à cette tentation : ce budget est tout sauf un budget populiste.

Ceci étant, il est indéniable que ce budget en est un de continuité. On pourrait même se demander comment il pourrait en être autrement étant donné les circonstances spéciales qui ont fait que c'est le deuxième budget du ministre en l'espace de six mois. Budget de continuité ne signifie pas cependant budget « répétition ». En effet la continuité réside surtout dans le fait que le grand argentier est largement influencé, dans les mesures qu'il annonce, par son appréciation de l'évolution de l'économie mondiale et de son impact sur Maurice.

Six mois plus tôt, il adoptait une vue plutôt pessimiste de l'évolution de la crise et ajustait ses mesures en conséquence. Aujourd'hui il semble plus optimiste et se permet quelques mesures qui soulageront les salariés ainsi que les couches défavorisées du pays. C'est dans ce contexte que l'on peut placer l'annonce de la « deuxième » compensation salariale et du rajustement salarial des fonctionnaires prévu pour avril 2010.

En somme, le ministre ne serait pas loin de la vérité de concevoir ces mesures comme un « stimulus package » pour les travailleurs et salariés. N'oublions pas que le budget maintient dans le même esprit les mesures de stimulation de l'économie en termes de soutien aux entreprises. S'il avait pu imaginer le maintien des mesures

d'incitation SANS les mesures salariales, à mon avis, il aurait été quasiment impensable pour le gouvernement d'annoncer les mesures salariales SANS maintenir le « stimulus package ».

### Un budget gagnant-gagnant

On pourrait aussi voir dans ces mesures une volonté du gouvernement de procéder à une relance de l'économie par la consommation. En effet, le ministre des Finances a dû se sentir conforter par le fait que le déficit de la balance commerciale est en nette régression depuis quelques mois et que les secteurs du commerce pourraient être « stimulés » à leur tour par un gonflement de la masse salariale. En termes d'économie politique, c'est un jeu gagnant-gagnant.

L'annonce de la mise en place du *Cane Democratization Fund* vient compléter, sinon compléter, quelques actions spectaculaires que le gouvernement s'est fait fort de promouvoir dans le cadre de la mutation de l'industrie sucrière en une industrie de la canne suivant l'abolition du Protocole Sucre. Assurer une plus grande participation des différents *stakeholders* de l'industrie dans les projets qui visent à en assurer la rentabilité future est une constante qui a marqué l'engagement du gouvernement actuel.

Budget de la continuité aussi dans le fait que le ministre des Finances fait la part des choses entre les objectifs sociaux du gouvernement et les impératifs de respect des grands paramètres macroéconomiques afin de garder le crédit que le pays a su acquérir auprès des agences de financement, telles que le Fonds monétaire international, la Banque mondiale et les fonds européens.

Il serait aussi bon d'attirer l'attention sur une petite phrase glissée dans le discours du budget qui

pourrait donner une indication intéressante de l'attitude du ministre et de son équipe concernant les sources de revenus de l'Etat. En effet Rama Sithanen annonce qu'il a l'intention de procéder durant cette nouvelle année financière à une vente d'actions de Mauritius Telecoms afin de rester dans les limites de ses objectifs concernant le déficit budgétaire. Ainsi, il persiste et signe dans son intransigeance à ne considérer une augmentation éventuelle des taux d'imposition directe ou indirecte que comme un dernier recours lorsque TOUS les autres moyens auront été épuisés. Gageons qu'il n'aura recours à cette mesure qu'en cas de situation extrême.

### Un budget politique

En conclusion, je voudrais faire deux remarques d'ordre général. Premièrement, j'ai pour intime conviction qu'au-delà des mesures du budget, quelles qu'elles soient, le problème réel de l'économie mauricienne n'est pas d'ordre pécuniaire. La vraie question qui doit être réglée relève de la qualité de l'administration et de la disponibilité des cadres nécessaires pour faire aboutir les différents projets du gouvernement.

Deuxièmement, il faut souligner que la présentation du budget dans notre démocratie de type westministérienne est par essence un exercice politique. Politique, cependant, ne signifie pas nécessairement « électoraliste, voire populiste » car il ne faut pas sous-estimer l'intelligence de l'électorat qui sait faire la différence entre un gouvernement responsable et un gouvernement incapable de gérer efficacement.

Rajiv Servansingh est le président par intérim de la *Competition Commission*.

## The worst is over

By Antony Withers (Cont. Pg 7)

We all know we have had a tough year in 2009. We are currently living in extremely challenging times. The developed countries experienced a rapid economic slowdown of epic proportions arising out of the financial crisis that swept the world late 2008. I would like to reflect on this, the resilience of our own financial sector and on what I believe the future holds. Emerging markets, notably India and China, have held up much better and I think we can all see that we are over the worst and that things are going to get better from now on.

Paul Volcker, the former chairman of the US Federal Reserve, said last year that "*there had been leveraging in the US economy beyond imagination*" and that it was too late to avoid a severe downturn even if the credit markets stabilized as they have done over the past year. He was referring, of course, to the credit excess that in the US pushed private sector debt to well over 300 percent of gross domestic product (GDP). It was thus inevitable that the asset and borrowing bubble would burst. The only question was when.

Financial crises are not new, although some would have us believe that this current one is certainly unprecedented. It is said that history repeats itself first as comedy and then as tragedy. If that is true, then it is certainly a tragedy that we are yet again going through a financial crisis that to a seasoned observer could have been to a large extent avoided.

The human side of economic recession with lost output, postponed investment and rising unemployment is testimony enough to the human aspect. In my career I have lived through certainly four economic recessions, and this one now makes five – all in the space of thirty years – that makes on average one recession every 5 to 6 years. No wonder economics is called the dismal science.

### Gearing involves adopting more risk

This one has been a bit different for a number of reasons that conspired to bite more or less at the same time:

**The American Dream:** Borrowing was extended down the income scale in a coercive way in the United States with devastating effects as over extended sub-prime borrowers defaulted in huge numbers on their mortgage payments. The dream is not only American though: Britain, Spain, Scandinavia also had the same dream and over borrowed. Property prices escalated wildly in many countries feeding an excessive borrowing habit.

**Securitization:** This technique of selling mortgages as securities was developed in ways that regulators did not imagine and had no control over. Originating banks relinquished all responsibility for lending standards and simply went for volume throughput. Shadow banking (outside regulatory and capital requirements) became the new nirvana.

**Interbank lending:** This, as is well known, virtually dried up as banks lost confidence in the quality of each others' balance sheets, and many banks were also forced to de-gear due to already low capital levels diminished further by huge write offs resulting in the need to lower total asset levels sharply.

## La liberté économique, terreau du développement

Par Emmanuel Martin

Qu'est-ce que le développement économique ? On a pu longtemps comparer le développement à un moteur. Et l'analogie avait deux avantages pour ses partisans : d'abord, il suffisait d'y mettre de l'essence pour qu'il démarre (comprenez des aides financières, un « big push ») ; ensuite le moteur était « conçu » par des ingénieurs (comprenez alors des ingénieurs sociaux planifiant l'activité). Cette vision du développement a donné les résultats que l'on sait : une catastrophe économique et humanitaire.

Le développement, c'est autre chose. Loin d'être un phénomène du haut vers le bas, le développement part du bas. C'est essentiellement une augmentation de la division du travail et de la connaissance, d'une intensification des services que les individus et les entreprises se rendent mutuellement, de telle sorte qu'est générée peu à peu la prospérité.

### Institutions et développement

A bien des égards donc, c'est bien plus l'analogie biologique qui semble valide ici. Le développement c'est un peu un jardin dans lequel pousse de plus en plus d'espèces, où des plantes grandissent en produisant des ramifications (comprenez les entreprises qui se diversifient), où certaines meurent (les innovations rendent obsolètes certaines technologies). Cette analogie biologique était chère au célèbre économiste britannique Alfred Marshall, avant que la discipline de l'économie ne devienne en majorité de la « physique sociale ». Or, pour qu'un jardin soit vivace, il lui faut un sol, un terreau de bonne qualité. En matière de développement ce terreau, ce sont les institutions.

Les institutions ici, ce ne sont pas les organisations comme la Banque centrale ou l'ONU, mais les règles sociales qui régissent les relations de coopération entre les individus d'une société. Elles peuvent être formelles (codes) ou informelles (traditions, normes de comportements, tabous). En tous les cas, elles déterminent de manière cruciale les trajectoires de développement.

En effet, en fonction de leur qualité, ces règles adoptées permettent ou pas de réduire l'incertitude des acteurs, de résoudre leurs problèmes de coopération sociale. Songeons à un pays où le peuple ne serait pas certain de ne pas voir ses récoltes pillées par l'Etat. C'est un cas fort répandu dans l'histoire. On comprend facilement que cette incertitude constitue une incitation forte à ne pas investir.

### Les problèmes d'incitation et d'information

Des institutions de bonne qualité doivent permettre de fournir une réponse aux deux problèmes fondamentaux de la coopération sociale. Le premier est celui des incitations. Sans état de droit, les individus ne sont pas incités à prendre des risques et d'investir. Ils ne sont pas incités à prendre le chemin vers la prospérité. Sans droit de propriété bien définis, sur une terre par exemple, que

se passe-t-il ? Cette terre appartient à tout le monde, et en définitive à personne. Personne n'a donc intérêt à y investir à long terme en ayant la garantie d'en retirer les fruits de son travail.

Les droits de propriété constituent donc une institution fondamentale pour inciter les individus à s'investir dans le long terme vers la prospérité. Malheureusement beaucoup de pays ne disposent pas de système fiable de répertoire de la propriété. De même si les contrats ne sont pas respectés, cela fournira une incitation à ne pas contracter. Sans contrats, pas d'échange ni de division du travail approfondie : chacun vit en autarcie. Le développement suppose au contraire l'échange.

Le deuxième problème est celui de l'information. En effet si les individus doivent coopérer, échanger avec les autres, et ce, sur une base de plus en plus anonyme et sur des créneaux de plus en plus spécialisés, il faut qu'ils aient les moyens de savoir qui a besoin de quoi, comment se procurer ce dont ils ont besoin.

Comme l'a montré le Prix Nobel 1974 de science économique Friedrich Hayek, d'une certaine manière, les mouvements de prix relatifs permettent de guider l'activité des entrepreneurs. Les prix qui bougent sont des indicateurs des raretés relatives et des opportunités à saisir ou pas. La liberté des prix est donc une institution fondamentale pour une coopération sociale efficace. De même une monnaie mal gérée avec une inflation élevée détruit ce véritable lien social que constitue la monnaie dans une grande société.

Tous les mécanismes institutionnels, toutes les règles qui permettent de réduire les problèmes d'incitation et d'information auxquels font face les individus d'une société, sont les bienvenus. En réalité, toute tentative de « design institutionnel » ne peut faire l'économie d'une réflexion sur ces mécanismes.

S'il n'existe pas de mécanisme miracle, un modèle unique pour la planète, on peut tout de même dégager quelques pistes qui semblent universelles. L'exemple d'Etats qui semblent tout mettre en place pour empêcher leurs citoyens d'échanger est une bonne illustration de ce qu'il ne faut pas faire : voilà de mauvaises « institutions ».

Pour juger de la qualité institutionnelle, on peut se référer à des analyses diverses. On trouve d'abord les indicateurs de liberté économique, comme celui proposé par le Fraser Institute au Canada. Cet indicateur synthétique regroupe des données sur la taille du secteur public, la structure juridique et protection de droits de propriété, la qualité de la monnaie, la liberté du commerce international, et les réglementations du crédit.

On trouve ensuite les rapports du type de celui de la banque mondiale (« Doing

Business ») qui fournit aussi des données assez concrètes sur le degré de facilité avec lequel il est possible de faire des affaires dans les divers pays. Qu'il faille par exemple 628 jours pour avoir la permission d'ouvrir un entrepôt en Côte d'Ivoire (contre 34 jours en Corée du sud) est le signe d'une bureaucratie pléthorique défavorable au commerce et au développement économique.

« Il faut cultiver notre jardin » disait Voltaire. En matière de développement, notre jardin a besoin d'un terreau institutionnel de qualité. Les Etats, s'ils veulent réellement le développement de leurs peuples, doivent donc s'engager fortement sur la voie de la liberté économique et de la facilitation des affaires.

### Le Nobel consacre l'analyse des institutions

Le jury du Prix Nobel en Sciences économiques de l'Académie Royale Suédoise des Sciences a choisi en 2009 de consacrer le travail d'une femme – pour la première fois – Elinor Ostrom pour « son analyse de la gouvernance économique, en particulier des biens communs » et d'Olivier Williamson pour « son analyse de la gouvernance économique, en particulier des frontières de la firme ». Le jury a ainsi rappelé l'importance des institutions pour comprendre la coopération sociale. Nous sommes là véritablement au cœur de la dynamique économique des conditions du développement, c'est à dire en quelque sorte « le terreau sur lequel pousse notre jardin ».

En effet, d'où vient la prospérité ? Du fait que de plus en plus d'individus se spécialisent pour échanger le fruit de leur spécialisation dans une longue chaîne d'échange de services. On ne produit plus tout pour soi-même comme il y a quelques siècles. La société de l'échange nous lie désormais dans une solidarité organique comme dirait Durkheim : on crée essentiellement pour les autres et on obtient la majorité de ses besoins de la part des autres.

Ainsi, le processus de cette création de service, de valeur, s'apparente à un organisme complexe croissant. Il donne lieu à plus de productivité, plus de revenus, plus de prospérité. Le processus en question est fondamentalement humain : l'erreur et la correction de l'erreur (l'adaptation) sont en son centre.

Mais ce processus décentralisé d'échanges nécessite bien sûr une coopération soit sur les marchés, soit au sein d'entreprises, soit dans d'autres types d'organisations. Et les individus font face à deux problèmes lorsqu'ils veulent coopérer. Celui de l'information : avec qui coopérer, quand, à propos de quoi, comment ? Mais aussi celui de l'incitation : comment faire pour inciter les autres à coopérer, comment contrôler leur coopération, comment faire respecter le contrat de coopération.

C'est là qu'entrent en scène les institutions, c'est à dire les règles de coopération qui peuvent être informelles (comme les

tabous, certaines traditions) ou formelles (écrites, codifiées comme le droit moderne). De la qualité du terreau institutionnel dépend la croissance de l'organisme économique. Les indicateurs de liberté économique ou de facilité des affaires donnent une mesure – imparfaite il est vrai – de la qualité de ce terreau institutionnel. Un étage au dessus de la compréhension des institutions au sens large se trouve justement l'analyse de la coopération dans les organisations.

### Organisations et coopération

Parce qu'il est coûteux de coopérer sur le marché, parce que passer un contrat ponctuel est forcément risqué (en termes de respect du contrat, de contrôle des spécifications), il est souvent plus économique de coopérer au sein d'une organisation. C'est le message fondamental de Ronald Coase, mentor de Williamson. Il permet de comprendre comment émerge le phénomène de la firme qui intègre une série d'activités de manière hiérarchique pour économiser en coûts de transactions sur le marché.

Bien sûr apparaissent alors des coûts d'organisation. D'où la nécessité de l'analyse de la gouvernance des contrats au sein de la firme pour faire en sorte que la coopération au sein de la firme soit la meilleure possible. La structure de gouvernance fait alors référence à la rationalité limitée, l'incomplétude des contrats, mais aussi à la spécificité de certains actifs (non substituables donc), et prend en compte la nécessité d'adapter les organisations. On est loin des abstractions parfaites de l'individu maximisateur néoclassique.

On comprend aussi dans ce cadre l'importance de la confiance et du « capital social » comme ciments de la coopération, objets de recherche d'Elinor Ostrom. La première femme Prix Nobel d'économie s'est aussi penchée sur les problèmes de coopération et de gouvernance autour des ressources en commun : comment en effet gérer des ressources telles que les forêts ou les poissons ?

Son travail a donc fait progresser aussi la gouvernance environnementale. Dans le sens de plus de décentralisation : implication des acteurs locaux dans la mise en place de la règle, reconnaissance de l'évolution des pratiques et des traditions, méfiance à l'égard des solutions toutes faites imposées de l'extérieur par une réglementation autoritaire. La gestion des ressources en commun n'a pas de recettes toute faites, elle doit reconnaître la complexité et la diversité institutionnelle.

Après Hayek en 1974, Buchanan en 1986 ou encore North en 1993, le jury Nobel a ainsi insisté à nouveau sur le travail essentiel que représente l'analyse institutionnelle pour la compréhension de notre monde. L'actualité n'est sans doute pas étrangère au choix du jury Nobel. La crise financière a en effet rappelé avec douleur que la gouvernance au sein de la firme est une question majeure. Et les enjeux écologiques tels que la déforestation ou la surpêche nous poussent à chercher des solutions multiples de gestion de notre environnement.

Emmanuel Martin est économiste, analyste sur [www.unmondelibre.org](http://www.unmondelibre.org).

## Making sense out of confusion

By Sameer Sharma - (Cont Pg 4 & 5)

In my last few articles, I have been insistent about the relationship between the dollar index or DXY and asset markets. If you wanted to trade any global asset these days, from commodities to stocks, all you had to do was chart the dollar and analyze its trend before buying anything. In fact, I had even guaranteed you that you would make money following this simple rule.

After all if the best traders on the planet are simply using the mother of all carry trades to make money these days, why should you not? Is this sustainable? Can we continue to borrow at near zero percent and invest in risky assets forever? Can the world reserve currency replace the Yen as the world's main carry trade currency? Can a reserve currency become a carry trade currency in the first place and if so how can we logically accept a reserve currency that will continue to face downward pressure?

What is all this talk about an economic recovery and when will the Fed raise rates? Locally, what is happening to our stock market and where will this appreciating Rupee go and how much political pressure and how many media articles against the Bank of Mauritius will our lobby groups begin to exert and print? Here is my two cents worth.

### Economic reflation via asset markets

Firstly, you will remember that in the last article, I talked about the S&P500 hitting important resistance of between 1100 and 1120 and guess what has happened? Nothing! The market has gone nowhere because RSI divergence does mean what it means. Not all traders are buying this rally despite all the media hype on global expansion and hence as compensation to play the Fed game of economic reflation via zero interest rates, they demand that the mother of all carry trades functions properly! As long as the dollar goes down, investors who had around 4 trillion US dollars in cash will need to invest in risky assets. As this liquidity infusion pushes up asset prices, the corporate and the financial sectors can rebuild their balance sheets and voilà, the trick is done!

Then comes the economic growth prospects picture be it in the US or Europe, an analysis that continues to be clouded by stimulus money flooding the system, be it from the fiscal or monetary side. We need to know how the economy will fare so that we know when both the Fed and the ECB will raise rates.

Here is my thesis: with high unemployment (which is expected to only start falling by this June), difficulties in the commercial real estate market, very weak credit lending from the banking side (with excess reserves at all time highs), the major central banks of the developed world (bar those like Australia which depend more on emerging markets like China to grow) will only raise rates once they see some eight to twelve months of sustained annualized quarterly GDP growth of 4%-5% (nominal) and not before that. Their main objective continues to be that of economic reflation via asset markets. The creation of potential bubbles in all sorts of asset markets is simply not the main concern of theirs right now especially when they are in the business of trying to create inflation in the first place.

Then comes the China story. With property bubbles forming in the land of the dragon, there is renewed

speculation by some very smart people that the Chinese will revalue the Yuan within the year and gradually move towards a free float. This move will give the Chinese Central Bank more control over monetary policy so that it can contain any bubble. Such a move from the next superpower will create significant volatility in asset markets worldwide.

Hence, this end of year, as investors have made back some of the money they have lost (remember if you lose 60% and then make 60%, you still do not get back all the money you lost), there is caution to the wind and volume has fallen drastically which basically means that whatever small up moves we are seeing does not mean much. The dollar has recouped some of its losses but fundamentals are so weak that it is hard to say for how long things will remain where they are on the dollar front. Regardless, following our simple rule that dollar goes up, asset prices either go down or go nowhere at all, we should not be surprised that the S&P500 and global markets in general have gone nowhere and that oil prices have fallen back towards the mid 70 dollar mark.

The Bank of Mauritius may have bought some two tonnes of gold recently in order to diversify its portfolio but the timing was a bit off but then again most central banks tend to have bad timing when it comes to buying gold. It has been a few decades since central banks have become net buyers of gold and the last time they were buying, that very same year, gold fell! Today central banks need to be mindful of gold ETF holders which control a good chunk of the gold market. In the same spirit, as the dollar appreciated in recent weeks, gold went down.

I will believe that the economic recovery is truly well entrenched when that inverse dollar asset price correlation starts to break down. We saw some signs of that in December but it was just not confirmed because of the kind of volumes we have been seeing lately. In the afternoon sessions, we did observe the dollar index move up and commodities fall a few seconds later and yes stock gains were paired once that happened, but three weeks ago, that same move would have made the market lose a few percentages!

Good news based on genuinely improving fundamentals or simply low volume into the holiday season? This inverse correlation will break down once the market is genuinely confident that we will grow at a decent pace again. Again, my opinion is that we are heading towards a new reality where growth will be lower than it was when we used much more leverage. During the hours that the inverse dollar stock correlation broke down, we did see the temporary reemergence of the yen carry trade and hence we need to keep a close look at the USD/YEN and EUR/YEN.

Furthermore the banks and financial services will be more regulated in general, which means that returns will fall. In that context, as a long term investor, one should have an overweight position in the best regulated sector that is not as overvalued as the rest right now, that is utilities and utilities like telecommunications. On a cyclical adjusted basis, many sectors have very high price to earnings ratios versus their historical, a past where leverage was much higher than it shall be in the future.

## Making sense out of confusion

### By Sameer Sharma - (Cont from Pg 3)

We do need to keep an eye on the yield curve however. With the supply of long term US Government bonds expected to continue to increase over the next few months, rising long term bond yields could create a further widening of the spread between the two and ten year notes. As long as this widening of the spread is not drastic, in other words, as long as the widening spread does not create great havoc in the mortgage market with higher rates, banks should benefit from a positive carry trade from this steepening of the yield curve.

The trick for the Fed is to make sure that the spread remains highly profitable for banks and institutions in order for reflation to succeed while making sure that long term rates do not rise so much that it creates problems in the lending market. As long as inflationary expectations remain firmly anchored and as long as the market prices in a modest recovery, the Fed's policy is likely to continue to succeed and the market is unlikely to crash bar any major geopolitical event or unexpected news. The trick is again to make sure that as the Fed stops buying long term assets in the mortgage market, any increase in the ten-two year spread does not create any commotion! It is a fine balancing act indeed with a bias towards keeping the ten year below 4.4%.

### We need the dollar to depreciate still

The Fed needs to keep rates low for an extended period and every time the market talks about a possible future increase in rates, the Fed is quick to talk down such a possibility, at least in the medium term. As long as the output gap remains large, they can remain flexible. Some may talk about economic data all they want but this rally is clearly being driven by monetary stimulus first and the economy second.

The most widely used words coming out of the CEOs' mouths recently are not "the economy is recovering nicely" but "we anticipate a moderate recovery but remain cautious on the sustainability of current demand trends." This partly explains the RSI divergence we have seen over the past few months. Market participants are cautious and still require the dollar to play sport before they take on more risk. Do not be fooled if markets break resistance levels on low volumes!

In that framework, as pension fund liabilities do not tend to fall as fast as asset prices, hedge funds are coming back to life again with renewed interest from the holders of the 4 trillion dollar booty. Over the next five years, returns will be lower and utilities sector like in my view and hence many will seek to augment returns via hedge funds.

With regard to the potential direction of the S&P500 in the coming weeks, we need the dollar to depreciate still despite all the economic hype. Right now the market is in a narrow band and whenever the market goes nowhere like that for weeks, it means that one way or another, there will be a big move but the market has no clue where that will go.

Is there a spring that is building up pressure to push the market higher or is there the kind of spring that the wild coyote tends to buy from the Acme Corporation? Resistance at the 1120 for the S&P500 needs to be broken with high volume and if the market is able to move past 1125, it should give another leg up to this rally towards the mid-1100s. Right now however, as many have gone

on holiday, momentum traders are trying to have their way by pushing the market higher on light volume.

End of year 2010 price target average for the S&P500 hovers at around 1240 points assuming a CY2010 EPS of \$76 and GDP growth of 3.1%. The problem is that the standard deviation of this average forecast is quite high still. The dollar forecast deviations too are quite high. The CY2010 EUR/USD target hovers anywhere between 1.28 (Bank of America/Merrill Lynch) to 1.59 (Citigroup).

Forecasts beyond June 2010 are hence very volatile still with various top banks forecasting rate increases anywhere between June and December. In sum, all this simply means that nobody knows and my rule of waiting for at least 8 to 12 months of nominal GDP growth of 4% or more before any rate increase is your best bet.

You need to exercise caution and be very quick to catch the train if it goes up or sell if it goes down. Stop losses and volume non divergence are key here. When people look at Dubai and its failed business model, they may too quickly forget the fact that countries like Greece, Spain and Latvia are not doing that great either.

As world central banks issue billions upon billions of dollars of new debt in the coming year, supply will go up but will demand keep pace? Will the most vulnerable countries not have to offer higher rates in order to attract a limited pool of capital and if this happens, what country will be in trouble? There are so many questions still left unanswered.

### The investment savings gap remains a big worry

Moving on to Mauritius stocks, here is a statistic for you. During the first six months of the year 2009, net sales by foreign investors (yes foreigners were net sellers) stood at around \$975 million and by November 2009, this net sales figure was barely unchanged at \$958 million. In Mauritius, it can be easy to get all hyped up in this illiquid market that can go up or down by leaps and bounds with a few million dollars here and there but if the foreigners are still relatively shy when the market is going up, then who is buying to sustain the upward trend? Ah of course, the local mutual funds and pension funds are!

Some local funds have increased local exposure to ridiculous levels because of the Rupee outlook and the belief that a yet to be proven sustainable post stimulus European recovery will spell profits for them in the not too distant future. Even in a moderate recovery outlook, one cannot be simplistic about it and assume that the tourists will suddenly come back in droves. It will take time and relationships are not linear and oil prices and exchange rates can play the spoil sport under any major recovery scenario. We need to be cautious as the reverse head and shoulders pattern of the Semdex has completed.

Of course, for those who have seen those dismal quarterly results, they would know that the Mauritius economy will lag the world and one needs to exercise caution. Thank God, the Rupee appreciation began to put the brakes on all this hype! Looking ahead, the year 2010 remains uncertain and economic growth could lie anywhere between 3.7%-4.4%, only God knows right now.

These prospects are still reliant on timely fiscal spending.

The investment savings gap remains a big worry; it amazes me how many economists in Mauritius always tend to prefer policies that encourage consumption when the savings investment gap continues to widen. As the Finance Ministry indirectly took over the control of monetary policy via the Monetary Policy Committee over the past few years, they have made sure that real interest rates (until early 2009) remain negative in order to stimulate consumption and oversell the growth miracle story. Secondly a lower cost of debt does help those rosy fiscal deficit figures.

Did you expect the savings rate to go up or remain stable when real rates were kept negative and purposefully so? How long will we depend on volatile capital inflows in a still uncertain world in order to bridge that investment savings gap? Why is it that despite the reforms, total factor productivity growth remains so pathetic?

Until there are major structural reforms in the economy revolving around wage compensation and better human capital development coupled with a credible central bank that anchors inflationary expectations, this will not happen. This is why our lobbies always rely on consistent Rupee depreciation in order for their businesses to have returns of capital that at least catch up to their respective weighted average cost of capital.

While higher growth can lead to higher savings as the economy converges towards a new steady state that is closer to that of developed economies in the future, it is clear that the biggest reason why the savings rate has fallen so fast in recent years has been the continued policy of keeping real rates negative, i.e. making sure that the consumer has no choice but to spend.

Spending makes the GDP figure look nice and makes our politicians happy! In the long term, a falling savings rate does pose a problem (with such a speed too) but the Finance Ministry thinks that by controlling both fiscal and monetary policy at times, it can manage it. The problem is that when the economy relies so much on the successes and mistakes of one department, we are playing with fire.

### The Bank of Mauritius needs to be neutral on the economy

This is why central banks are supposed to be independent. Lobbies may complain about the Rupee but the best way the central bank can take note of their concerns in a responsible way is by looking at how a fall in exports can impact the timing of the closure of the output gap; that is the difference between predicted output and potential output (trend labor productivity growth + trend labor input growth).

The central bank should only aim to keep the output gap closed, one way or another depending on the economic context over a two year period. This is the best way the central banks can maximize the utility of both lobbies and the people. In sum, the central bank needs to be neutral on the economy.

For such an inflation targeting framework to take hold however, credibility needs to increase the finance ministry needs to stick to fiscal policy alone rather than attempt to macro manage the economy from its headquarters and the central bank needs to start talking about the output gap a bit more. Giving up some power can help sometimes.

Even though inflation is low today and should remain below 5% during the first half of 2010, they cannot cut rates because the savings rate has taken such a toll. Finally they admit to their mistake without mentioning it publically of course and realize that negative real interest rates are not good for long term growth prospects despite all the excuses the budget speech could come up with on the matter.

Food price inflation may also pose a worry to developing economies as food inventory levels remain at historically low levels. It is difficult to talk about a large output gap while talking about inflation but it may be difficult to discount food price inflation in the later half of 2010.

**The importance of quantitative analysis for fund managers**

Getting back to stocks and the Rupee outlook, I will again warn local fund managers to be careful about taking such large local equity exposures in such a concentrated market where your top 3 holdings can make or break you (or more accurately your investor since you are but an agent). Here is the current 252 day moving average 99% VaR of the local stock market (daily). Unfortunately quantitative analysis remains poor in Mauritius but both the qualitative and quantitative are needed.

The figure (see chart) showcases both the positive and negative VaRs at the 99% confidence level over the past 6 years (until the 18<sup>th</sup> of December 2009). The y-axis represents the difference in prices of the MSCI Frontier Markets Mauritius USD Index. The historically simulated VaR is programmed using MATLAB. The current 99% downside VaR of the market stands at 30 points which represents a 1/100 potential daily loss of 3.40% which is quite unsurprising considering the year being taken into account in the moving average and the depth of this small market.

Since local fund managers have increased their exposures as foreigners have remained more cautious, they will need to stop relying so much on qualitative judgments and optimize their allocations by looking at such things as VaR and of course complementing that with both back testing and

stress testing. Even before this year, the daily VaR stood at a still high 0.9% daily figure! Liabilities of local funds can resemble the returns generated by the 5 year Government bonds wherein a local manager should at least beat this by a fair margin in order for investors to be attracted to local stock investing.

Using quantitative analysis, the trick is to maximize expected excess returns of the diversified portfolio that is one that includes local cash (a must in the absence of a proper local bond market), local stocks, foreign stocks, foreign bonds and hedge funds and minimizing the VaR of the difference between expected asset growth and liabilities growth. If such a quantitative framework is used, as I have recently simulated, going above 55% local equities holdings in this illiquid and concentrated market can create significant downside risks to the investor.

The other problem with the VaR of the local stock market is not only its magnitude but the fact that sudden increases in the moving averages tend to be clustered together. In fact, various statistical tests confirm this. When downside risks increase, selling pressure in an illiquid and concentrated market leads to a downward spiral and exceptions above the VaR tend to be dependent and cluster around each other. This leads to a relatively quick downward adjustment of the moving average historical VaR as can be seen in the figure.

It is important for fund managers to understand this dynamic when increasing local equity allocations. In sum VaR budgeting during the allocation process and recognizing that rebalancing should be as dynamic as the ever changing VaR are very important.

**Volatility is expected to remain high**

Finally, with regard to the Rupee, we had breached the important 29.40 bid ask average resistance area but then got stuck in some heavy resistance at the 28.50 level. From there, various indicators indicated an overbought position. Currently, the Rupee is reversing a bit but the appreciating trend cannot be confirmed to have broken until the Rupee

goes above the 30 and 30.55 mark where the long term moving averages currently stand.

We will need to watch this retracement carefully and see if it gains some legs. There is a lot of foreign exchange out there! The Rupee may have topped out here. Remember, the aim of technical analysis is not to forecast, it is to go along with the momentum and right now the Rupee appears to be in a short term transition that may or may not transform itself into a new trend. So do nothing and give it a couple of weeks!

Volatility is expected to remain high in the coming weeks. Hence, in this volatile context, the media articles will again appear, the Governor of the Bank of Mauritius will mysteriously again come under attack, the same old game will again be played. Enjoy the lobby controlled media show!

Sameer Sharma is a Canada-based Chartered Alternative Investment Analyst.



Published by PluriConseil Ltd

Director: Eric Ng Ping Cheun

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

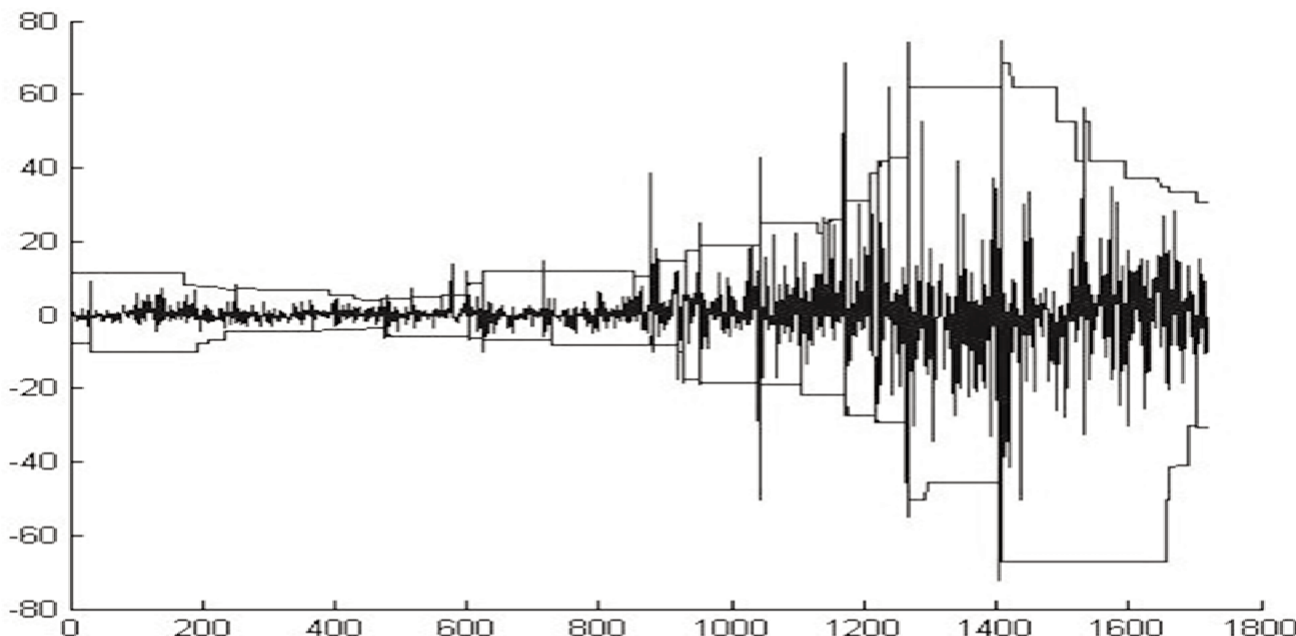
Tel: (230) 213 6719

Fax: (230) 234 2761

Email: conjuncture@orange.mu

Website: www.pluriconseil.com

Printed by Cathay Printing Ltd  
Reprint of articles is allowed upon written authorization of the publisher.



## Keynes, l'homme de l'année

### Par Jean-Yves Naudet

La crise financière aura été l'occasion d'un grand bond en arrière, nous ramenant aux années 1970 : c'est le grand retour de Keynes, de la relance par la demande et de l'interventionnisme étatique. Pour certains, ce serait même la fin du libéralisme, le retour à la régulation et à l'Etat : les anciens marxistes mal reconvertis, les socialistes de gauche et de droite, les écologistes plus rouges que verts jubilent.

Voilà que notre confrère *Les Echos*, dans son supplément « Enjeux » de décembre, s'y met à son tour : « Keynes, l'homme de l'année ». Il est clair que Keynes est de retour. Mais c'est une erreur majeure et nous allons la payer, sur le champ, et longtemps. Il faudrait donc limiter les dégâts dans la mesure du possible.

#### La résurrection de Keynes

Il y a eu une première révolution keynésienne, avec la parution de la *Théorie générale* en 1936 et les politiques de relance, qui commencent d'ailleurs un peu plus tôt avec la *New Deal* de Roosevelt. Le keynésianisme a été triomphant dans la pensée économique jusqu'aux années 1960, et dans la politique économique jusqu'à la fin des années 1970. Le premier choc pétrolier (1973) porte un coup fatal au keynésianisme.

La crise qui suit le choc pétrolier donne à penser aux gouvernements. Jusque là, ils étaient convaincus que l'inflation était une garantie de plein emploi, voilà que l'on commence à observer tout le contraire : les pays les plus inflationnistes sont ceux qui connaissent le chômage le plus lourd. On parle de « l'inversion de la courbe de Phillips ».

Tout le monde va désormais porter attention aux économistes opposés à Keynes, qu'il s'agisse des monétaristes (Friedman) ou des Autrichiens (Hayek) ou des « économistes de l'offre » (Laffer). Chefs d'Etat capables de rompre avec les erreurs du passé, Ronald Reagan et Margaret Thatcher vont donner le coup de grâce à Keynes : en 1980 Keynes était mort et bien mort. La crise avait eu des effets salvateurs : vingt ans de croissance vont suivre.

La crise actuelle offre aux hommes politiques l'occasion de prendre leur revanche. Depuis deux ans, les vieilles recettes keynésiennes qui avaient échoué partout et montré leur inefficacité et leur nocivité reviennent en grâce et en force.

Ce grand retour de Keynes peut être symbolisé par le numéro de décembre d'*Enjeux Les Echos*. La photo de Keynes est en couverture et, en lettres énormes un sous titre : « La fin du libéralisme ? », avec, il est vrai, un point d'interrogation. A l'intérieur, l'éditorial d'Eric Le Boucher, qu'on avait connu mieux inspiré, sous le titre « La revanche de Keynes sur l'ultralibéralisme ».

#### Un « retour en majesté »

En France où la dépense publique représente 54% du produit intérieur brut, parler d'ultra-libéralisme, c'est faire de la désinformation. Mais Eric Le Boucher ne manque pas d'arguments.

Il cite Alan Greenspan, qui avouait qu'il avait commis « une erreur intellectuelle » et que « le laisser-faire » (sic) auquel il avait cru pendant quarante ans, la faculté des marchés à se corriger

eux-mêmes, à avoir toujours raison, était « une idéologie fautive ». Et Le Boucher de souligner « Le retour en majesté de John Maynard Keynes ».

Presqu'en une journée, « l'énormité de la crise le rétablit ». « La demande privée implode, l'Etat doit intervenir ». Les chefs d'Etat se félicitent un an plus tard. « Ça a marché. Grâce à Keynes, une réplique de la grande dépression a été évitée. Il est sans conteste l'homme de l'année ».

Certes, Le Boucher en appelle au débat « entre les bons économistes ». Sous entendu, le débat n'est pas clos. Mais le « dossier spécial » qui suit (35 pages !) ne nous convainc guère : peu ou pas de libéraux dans ce débat largement à sens unique et le seul libéral de service fait surtout l'éloge de... Ricardo. Personne des nouveaux économistes, bien entendu.

Le seul point d'accord avec ce dossier, c'est le constat du retour majestueux de Keynes. Encore nous faut-il préciser que le retour à Keynes s'était déjà manifesté dans la classe politique bien avant la crise, et que le keynésianisme était pour beaucoup dans la crise, à commencer par la politique d'« argent facile » d'Alan Greenspan (avec des taux d'intérêt maintenus artificiellement à leur plus bas niveau), par la banalisation des déficits publics, et par la redécouverte des « vertus » de l'Etat au prétexte de lutte contre le terrorisme. La crise des subprimes, c'est Keynes, ce n'est pas l'ultra-libéralisme. Et le « stimulus » d'Obama a soigné le mal par le mal : le déluge monétaire et le gouffre budgétaire.

#### Les folies de la relance keynésienne

La relance budgétaire a eu une ampleur sans précédent : partout ou presque, des hausses de dépenses publiques, au prétexte d'investissements ou plus souvent de dopage de la consommation privée, sous forme de prestations sociales voire de chèques directs. Dans tous les cas, on a atteint des déficits sans précédent, comme plus de 12% aux Etats-Unis (la moitié du budget fédéral est financé à crédit), autant en Angleterre, 141 milliards de déficit en 2009 en France, portant la dette publique à 80% du PIB ; des charges d'intérêt absorbant la quasi-totalité de l'impôt sur le revenu ; et en France le gouvernement croit utile d'y ajouter un emprunt public nouveau. On nage en plein keynésianisme. Jusqu'à quand ?

Après un an de folie, voici quelques timides retours en arrière. La Banque centrale européenne est plus sage que la Fed, et même si elle a baissé ses taux d'intérêt, elle met fin aux politiques monétaires « non conventionnelles » et va à nouveau surveiller l'inflation. Quelques pays ont entamé une baisse des dépenses publiques, une diminution du salaire ou du nombre de fonctionnaires.

L'Allemagne, depuis que les socialistes ne sont plus au pouvoir, décide de baisser les impôts et de réduire ses dépenses. Bruxelles commence à faire les gros yeux face aux déficits excessifs, après avoir dormi pendant un an et continue ses politiques de dérégulation en ouvrant les services publics à la concurrence.

A l'inverse, la nomination de Michel Barnier comme commissaire européen couvrant aussi la finance ne laisse rien présager de bon. Le président Sarkozy a présenté cette nomination comme une victoire de la

France sur l'Angleterre ; en riposte les Anglais ont imposé à Barnier un directeur anglais, peut-être moins enthousiaste pour les projets français de réglementation des marchés.

#### Recul de la science économique

Les folies keynésiennes ont d'ores et déjà un coût. Les déficits budgétaires massifs provoquent des besoins de financement énormes. Comment les combler ? S'ils sont comblés par la monnaie (politiques monétaires « non conventionnelles »), c'est l'inflation assurée pour demain, et une nouvelle vague de chômage pour après demain, car l'inflation désorganise toute l'activité économique, pénalise l'épargne et l'effort et encourage la spéculation.

S'ils sont comblés par l'emprunt, l'effet d'éviction joue à plein et la relance est nulle, la diminution des dépenses privées compensant la hausse des dépenses publiques. De plus, il faut assurer le service de la dette, et peu à peu le marché financier se méfie des emprunts d'Etat : le déclassement de l'Etat grec par les agences de notation est un signe avant coureur : la signature des Etats se disqualifie rapidement.

Enfin, n'oublions pas que Keynes négligeait le commerce extérieur, le protectionnisme étant dominant à son époque. Or, nous sommes dans des économies ouvertes et mondialisées. Et relancer a pour effet d'entraîner des importations massives de produits étrangers. L'effet intérieur est nul. Déjà la relance Mitterrand de 1981 avait relancé l'économie allemande. Les relances actuelles vont bénéficier aux pays émergents dynamiques, exportateurs à bas prix.

Tout cela semble avoir été négligé par nos gouvernants. Face à la crise, ils se sont crus obligés de faire quelque chose. De ce point de vue, le keynésianisme est bien la providence de l'Etat providence : l'électeur aime recevoir des choses gratuitement. Il est plus facile de dire « dépensez l'argent qu'on vous donne gratuitement », plutôt que d'expliquer que la richesse se crée par du travail, de l'épargne, de l'esprit d'entreprise, de la liberté responsable.

En réalité, les gouvernants viennent de créer les conditions de déséquilibres durables qui pénaliseront la vraie croissance. Keynes est bien l'homme de l'année, l'année de toutes les erreurs, de l'oubli de la vraie science économique. Il n'a eu et n'aura de succès qu'auprès des hommes politiques.

Face à la crise, la meilleure attitude de l'Etat aurait été de se désengager de son dirigisme, de ses dépenses, de ne plus se mêler de la conjoncture et de laisser jouer le marché. Tout au contraire, en ressuscitant Keynes, les politiques viennent de nous faire perdre 30 ans de progrès de la science économique et de nous préparer de sombres années.

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

## The worst is over

By Antony Withers (Cont. from Pg. 1)

A very vicious circle, therefore.

Excessive wholesale funding is, as one commentator described, akin to playing "Russian Roulette with 5 out of the 6 chambers of the pistol loaded with bullets". If a bank cannot repay any borrowing on maturity, it is by definition insolvent. As I said, perhaps presciently two years ago, banks are inherently fragile creatures.

**Leverage and Wholesale Funding:** There is a world of difference between sensible leverage or gearing and being over-g geared, and it applies to individual companies and governments. Gearing can be expressed as debt to equity or in terms of debt service capability. Either way it is a deliberate decision and it involves adopting more risk.

If asset values decrease (as they do) or interest rates rise (as they do) and cash flow declines (as it does), then gearing levels rise. What possessed investment banks to adopt gearing levels of 30 x capital, European commercial banks to be geared at 15 x capital with 140% wholesale funding, or individuals to take on 100% mortgages (or banks to grant them), we shall perhaps never know. The consequences have certainly been profound in terms of failures and government rescue packages.

**Central Banks:** In general they have responded well to the threat of economic recession with swift reductions in interest rates albeit in a few cases somewhat later than was needed – simply because of well founded fears about inflation. What is astonishing is how the asset and borrowing bubbles were allowed to build up without corrective action at an earlier stage. Alan Greenspan still does not acknowledge any responsibility for running too loose a monetary policy that accommodated the build-up to 300% private sector borrowing as a percentage of US GDP.

Economics is known as the dismal science mainly because of the difficulty in getting the timing of monetary and fiscal policy adjustments right so as to sustain rising living standards. In most countries economic policy changes are like steering an oil tanker – adjusting the tiller does not change the direction of the ship for quite some time.

The recent and continuing large reductions in interest rates and quantitative easing will certainly help cushion the effects of recession as will the fiscal rescue packages – but central banks will have to be prepared to move interest rates promptly back up to head off incipient inflation, albeit this is not on the agenda of most central banks currently.

### The rating agencies are somewhat discredited

**Ratings Agencies and Regulators:** The roles and functions of these bodies will need careful examination in a number of countries. The rating agencies are somewhat discredited as a result of the huge losses being sustained by the

financial system which thought it was investing in AA or AAA rated securities which have turned out to be anything but safe.

Following on from the WorldCom and Enron and then the Northern Rock, RBS, HBOS, Bear Stearns and Lehman's failures – all of which were investment grade until the day they were rescued or went insolvent –, the rating agencies have a significant amount of repair work to engage in to restore their credibility.

Some of the underlying problems of excessive gearing will be cured as individuals, companies and banks adopt less risky levels of debt to net worth and cash flow. Governments on the other hand can adopt counter cyclical fiscal policies to sustain economic activity during the current downturn.

This is what we are seeing around the world from China through Asia to Europe and the United States and here too in Mauritius. I am therefore hopeful that, in the context of the oil tanker analogy, we will see things begin to settle down and economic growth resume at previous levels, albeit it will likely take until towards the end of 2010. In Mauritius I am much more hopeful that we will come through the next year relatively unscathed by comparison with the sharp downturn in GDP afflicting Europe and the US.

This is partly because the banking system is in good shape: 1) it is well capitalized, i.e. it is lowly geared, banks have well diversified loan portfolios, little or no wholesale funding dependency, and loan to deposit ratios well under 100% and therefore good levels of liquidity; 2) the banking sector is profitable and therefore adding to its capital base; 3) risk management standards have certainly not lapsed in the way observed in some countries; 4) there is a low level of proprietary trading of securities; 5) the banking sector is also well regulated and has adopted Basel 2 standards for credit, market and operational risk.

But it is also worth emphasizing that high capital ratios, in other words low gearing, minimal wholesale funding and strong liquidity are directly related to the average interest margin or spread between deposits and loans. The lower this spread is, the higher gearing needs to be to achieve the 15%-20% return on capital that shareholders typically seek. If margins are 1.0%-1.5%, then gearing needs to be 15 to 20 times capital. The stability of the Mauritian banking system is directly attributable, therefore, to average margins in the region of 3.0% to 3.5%.

All of this is not luck, but the result of having kept to well thought-out business plans, a general aversion to adopting high risks and having solid experienced management steering the various ships.

But it is not all. There is also the aspect of customer service and cheerfulness which as national character traits will be vital in the coming months. These two vital aspects will certainly sustain tourist arrivals.

### Working cohesively together

I have been impressed at the swift response of the government and the Bank of Mauritius to head off the possible effects of the slowdown. It shows what can be done when the private sector, central bank and government work cohesively together. Careful thought has been given to all sectors and joint working groups have been set up to monitor matters.

Of particular note are the initiatives regarding training in the tourism sector, lowering of the key Repo Rate and Cash Reserve Ratio, road building programme, the second sub-marine cable to increase internet connectivity, and the seafood hub. I am sure these investment and training initiatives will provide the necessary solid platform for the continuation of economic growth in the context of the difficult international environment.

For its part, the Mauritius Bankers Association took two initiatives worthy of mention. The first is the Mauritius Approach – working with the MTSP – for large companies and for small and medium enterprise. This set of guidelines for assisting companies facing short term difficulties has undoubtedly saved jobs.

The second is the Legislation for Netting of Financial Contracts, approved in the Finance Act 2009 and which will bring much greater liquidity and depth to the forward foreign exchange and interest rate markets, thereby helping Mauritius to build steadily its reputation as a regional financial centre.

Ronald Reagan once said that the twelve most terrifying words in the English language were: "Hello, I am from the government and I am here to help." Well I am not sure that is necessarily correct but the most successful economies in terms of raising living standards as a whole do have government, central banks and the private sector joining together to develop the potential of a country.

The key to my mind is: 1) to avoid extremes of monetary policy, fiscal policy and, of course, leverage, be it for individuals, companies or governments; 2) to expedite counter cyclical infrastructure expenditure; 3) to focus on raising educational standards and productivity.

I don't think we quite know yet how strong or how fast economic recovery will be, but as far as Mauritius is concerned I am confident that the strength of the banking system, the flexibility of the economy to adjust and the measures already announced and being implemented have not only mitigated the effects of the slowdown but have set the stage for the economy to resume meaningful growth.

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

## The explosive mixture of public deficit and low savings

By Eric Ng Ping Cheun

Spending is the order of the day. As though to celebrate a big first for Mauritius, the 2010 national budget adopted just before the December festivities encourages people deliberately to spend. Ministers, trade unionists and employers all rejoice to the idea that consumption will boost economic growth in this electoral year!

What a Keynesian illusion! Consumption has never been the true growth engine. What really drives the economy is the creation and development of enterprises. They need savings to invest and they must be willing to invest. But firms still lack visibility at the moment.

It is private investment, not consumption, that makes for the competitiveness of an economy. Now, as long as our economy falls short of being competitive, the only impact of a consumption boom will be to bring about a significant rise in imports, thus widening the trade deficit. In this case, there won't be any positive effect on local production.

### More credits, fewer savings

A trade deficit in itself has nothing catastrophic, especially if the Mauritian rupee appreciates against the US dollar. Today, however, the deficit is a sign that our economy is not creating enough jobs and wealth. It is to be hoped that Mauritian exporters will benefit from the recovery of the external markets.

Otherwise, given that Mauritians usually prefer buying imported goods, a spending spree will profit mainly foreign competitors. Such consumption is sustained by the downward trend in prices as inflation has fallen below 3% in 2009. Furthermore, inflation as perceived by households by far

exceeds real inflation, for it is the prices of consumer goods that soar up the most. Ordinary people thus dissave in order to keep their level of consumption.

The purchasing power has improved thanks to moderate prices rather than due to salary increases. However, if households have been able to spend more than could have allowed the rise in their purchasing power, it is because they have got into debt and have considerably cut down their savings. By doing so, they dangerously run down their financial reserves. They live on credit and so does the state: these are not the characteristics of a sustainable economy.

On the one hand, households dip more and more into their savings while the national savings rate is constantly going down: it was 28.4% of gross domestic product (GDP) in 2001 and has slumped down to 13.6% in 2009. On the other hand, households run into debt because the cost of borrowing is still accessible to them as there is keen competition between banks. The equation is simple: more credits, fewer savings. But borrowers have to repay sooner or later.

### Today's deficits are tomorrow's taxes

Public expenditure is budgeted to jump by 14% in 2010. Consequently, the budget deficit will increase. Admittedly, a deficit of 4.5% of GDP is considered reasonable in an economic crisis situation. Nevertheless, it remains high. No one can bypass the fundamental economic law that today's deficits are tomorrow's taxes: it is the future generation that will eventually bear the brunt of current deficit.

As public deficit rises, savings decrease: the two phenomena are inextricably linked, for

the government has to resort to more public borrowing to finance a higher deficit, thus taking away the savings of households. It is the private sector that will suffer from government overspending, in as much as savings that finance public deficits are not channelled into productive investments.

The more the government borrows, the less is left for the financing of the private sector. This crowding-out effect plays up especially if savings go down while government borrows more. But the private sector keeps quiet as it takes advantage of the additional stimulus package offered by the government.

The combination of public deficits and of the contraction of savings is likely to drag the Mauritian economy into a vicious spiral. To avoid this, public expenditure should be curtailed in the future – the only way to reduce the deficit and thereby the debt of the public sector. The latter is nearing the critical threshold of 60% of GDP. In the meantime, the burden of debt (interest charges only) weighs more and more heavily in the budget, thus aggravating the deficit. And it has become the second largest expenditure item after social security but before education.

### Money created out of nothing

One did not have the impression that the Finance Minister was unduly worried by the low savings rate in his budget speech. He emphasized that bank deposits have grown faster than GDP. But precisely this very strong monetary expansion has led to excess of liquidity in the economy, and it is a potential source of inflation.

Money creation originates from deposits rather than from loans: deposits make loans which in turn make deposits which then make loans, and so on. By cutting drastically the interest rate, the Bank of Mauritius has accelerated this process and favoured circulation credit, that is money created out of nothing. It is not sound money because it does not come from real savings that derive from production. So every deposit does not necessarily account for real savings.

The relation between savings and economic growth is bidirectional. In a middle income country like ours, it is rather savings that generate growth. And it is interest rate, not national income, that determines the level of savings in that it reflects the price of the relative scarcity of capital.

Salary compensation, higher imports, greater consumption and rising petroleum and food prices could weaken the rupee in the coming months. The Bank of Mauritius is likely to raise the benchmark interest rate in June, or sometime before the general elections.

Resource Balance (excluding change in inventories)

