

CONJONCTURE

PluriConseil
THINKING OUT OF THE BOX!

Bilingual Journal of PluriConseil
Numéro 44 – Mars -Avril 2010

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

A bumpy road still lies ahead

By Sameer Sharma (Cont Pg 2)

These days, traders have become quite nervous about anything that even moves under the sun. The need to make profits on a daily basis coupled with a spate of bad news from the old continent have got the dollar to rise again, thereby unwinding an until recently profitable carry trade strategy of being short the dollar and long commodities, emerging markets, developed market equities and high yield bonds. As the Germans, the real power in the European Union, debate on how exactly to get the Greeks out of hot water and more importantly on how to save the viability of this European Union, traders have grown confused as to how to fund their risk taking habits.

Temporarily at least, the art of reflation via purposeful monetary policy initiatives has turned back into myth. As the dollar index (DXY) appreciated and breached some key resistance levels over the past two months, markets have fallen because there is no carry trade to push them ahead. As I have always said, economic recovery or not, it has mainly been the unprecedented sums of liquidity that have been thrown around by world central banks that have pushed asset prices higher.

Save the Greeks, save the Euro

For years, the Greeks have spent much more than they could afford and have benefited from German economic might via cheap interest rates and, as we have learnt recently, exotic swap agreements that they would have never been able to get access to, had they not been in the EU. The Greek economy is nothing to write home about either, productivity itself has remained dismal for years.

But the market correction has not only been about the Greeks, for the Greeks may have been important once in world history but not today. We need to understand that the health of countries like Ireland, Portugal, Spain, Italy and a host of other countries in the region is not that great. If Greece is allowed to go under, then many more could follow.

We must never forget that "too big to fail" is more politically acceptable for countries than in the case of banks. For now, the geopolitical strategists still feel that the Germans need to be part of something much larger in order to remain important in the century of the BRIC and hence, deals are being made to save the Greeks and prevent any contagion or at least limit them. Germany can afford to bail out Greece but it cannot afford to bail out the rest.

If investors are beginning to question the viability of Europe, and since the German economic engine unexpectedly stalled in the 4th quarter of 2009, we cannot expect the European Central Bank to be the first to raise rates this year or the next and nor can we have a world of faith in the Euro. Sadly, it is

not that the American economy is in great shape either but as bad as the fundamentals of the dollar may be, they appear to be better than the Euro. The key for investors is again to remain diversified by investing in various currencies or short term bonds of countries with relatively sound fiscal positions.

The 21st century will be that of Asia. The American economy has seen its best days but while it is likely to remain the sole superpower for decades to come, it is clear that China and eventually India are beginning to take back their fair share of global economic might. In the pre-industrial revolution era, India and China accounted for close to 40% of the global economy. Where is Europe? It has an ageing population, changing demographics, bar Germany, low productivity growth rates and a more humble future.

In that context, that is, the rise of Asia, it has been the talk of the Chinese stimulus pullback that has also played a big role in cooling markets. When it comes to making money, capitalists are not bound by primitive human notions of discrimination, fear or hate based on colour, culture or religion. Even in the US, companies that have an emerging market exposure have been doing better than the rest, for the markets can smell the changing times decades in advance well before others ever will. During the last week of February, the market has been filled with rumours of China stress testing the Yuan, potential Greek bail out formulas, dismal housing data in the US and still weak credit markets especially in the commercial real estate sector, heck enough news to make the markets go nowhere.

Rise in interest rate risk

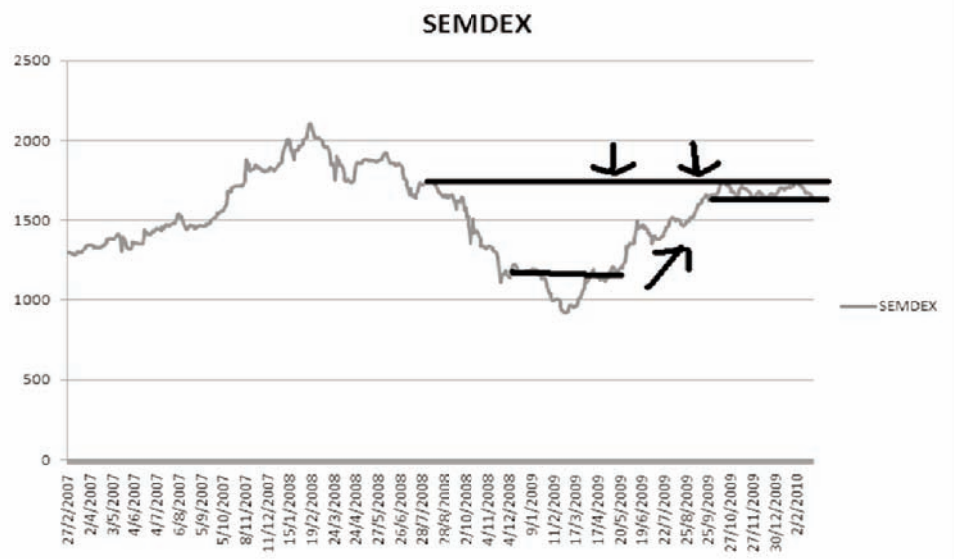
In my last article, I talked about the need to

watch the market technical levels carefully and to make sure that volume divergence from price chart does not occur. I had talked about the S&P500 going towards the mid 1100s if it could break the low eleven hundreds and this is what happened. Then came what I started this article with and had mentioned then and very quickly things turned south. We have gone nowhere for a few months now because no one wants to take on more risk when they have made the near 70% returns in 2009.

Considering the potential downside risks and talk of the double dip recession (resurfacing again), the risk return trade-offs do not bode well for high risk taking. This is why the defender of economic reflation via asset markets, Ben Bernanke, came out this past week and talked about a nascent economic recovery and the need to keep rates low for a long time to come. With the dollar gaining some strength in recent weeks, the export sector in the US which has been living off emerging market resilience and dollar weakness may slow down a bit.

The charts are telling me that there are many question marks. The S&P500 has resistance ahead of itself that it needs to work out. The key resistance level of 1150 if breached would signal a price target of 1200-1250 over the next 8 months. We are likely to see a test of that 1150 level in the coming weeks. If we fail to breach it, then we would have a classical double top formation and it would signal the end of our party.

Of course, the direction of equities, commodities and gold will depend on the dollar (dollar/euro) whose RSI began to diverge from price chart on 29 January 2010.



The importance of staying invested

By Christopher Tan

The year 2009 was a humbling process for all in the investment advisory and management business. When the markets came tumbling down, most didn't see the storm coming. When everyone predicted it to last for a long time, the financial markets recovered just 6 months later.

During the depth of the crisis, many "experts" appeared and slammed the buy-and hold strategy, advising investors to move to cash and wait for the right time to enter. Many who exited are still sitting on cash today. Staying invested now seems to be a better idea. Those who suggested timing the markets seem to have disappeared overnight.

Of course, there are a few who successfully exited and re-entered the markets again. But how many times can they be so lucky? For we all know that no one can be right most of the time. It remains to be seen what their investment results will be in the next 10 years by guessing the best time to invest. But going by history and plenty of research, I am not the least hopeful.

Having spent more than a decade in financial planning and wealth management across 3 crises (Asian Financial Crisis, Tech Bubble and the current crisis), I have concluded that the key to successful investing for most of us is to stay invested and keep investing. Using time to ride through the volatility and using the average long term returns of the market to get compounded returns is the best way to reach our goals.

But investors find it hard to believe that it is really so simple. We prefer to believe that there must be someone really smart out there who has a crystal ball, and can tell the future with great accuracy. Hopefully, the year 2009 has shown us that this is a fallacy.

Although the idea of staying invested and keep investing is simple, it is really difficult to execute. I know it sounds oxymoronic, but let me explain. You need the 3 S's to be present: (1) Sufficiency mindset (2) Strong financial foundation and (3) Strong adviser.

Sufficiency mindset

When I asked most investors why they are investing, most would give me a strange look and answer: "to maximize the returns of my money of course!" This is exactly the mindset that will cause you to time the market, to try and beat it so that you can get maximum returns. Sufficiency is the opposite of greed. We should invest for the returns we need so that when the time comes for us to use the money, like retirement or funding our kids' education, we have enough.

Understanding this helps us not be greedy and take unnecessary risk, but instead stay invested and keep investing. This is because, all we need is the average long term returns of the market, which more than a century of history has shown us that it is always there regardless of any crises. But it is difficult to achieve this mindset because of the sin of greed that is inherent in us.

Strong financial foundation

If we have enough rainy day funds to tide us through an emergency, if we are not overly in debt, if we are good in our work and earn a reasonably good income, if we keep our expenses low and are able to save 10% to 20% each month, if we are not investing all our money away, if our insurance is well done up to protect us against all life risks, if we are physically healthy, if we have quite a long while before we need the money we invested, the ups and downs of the market mean nothing to us. We will be able to stay invested because our foundation is strong. The problem with most investors is that we don't spend time doing a thorough financial audit but jumped right in and out of the market because someone invoked our greed or fear about an upcoming trend or financial holocaust that his "crystal ball" is telling him about.

Strong adviser

As an investor, we need an adviser that is experienced and competent to instill that sufficiency mindset, helps us know what we really need and

assesses our financial foundation. He will then put together a suitable investment portfolio that will deliver the returns we need over the long term but yet not go up and down beyond what we are psychologically and financially comfortable with. This is so that we can stay invested and not bail out halfway, because we feel like vomiting! He must have the moral courage to stay and hold on to us throughout the entire investment ride. Unfortunately, over the past year, I have come to know of many advisers who switched to selling properties, land banking products and insurances because "this is a bad time to be selling investments". They bailed out before the clients do!

I find having a strong adviser the most important of the three but yet the hardest to achieve. Over the past months, we have been looking for advisers who are competent and passionate to do good work, to grow our team. Candidates will come and say how passionate they are in providing good advice to clients but when they realized that they couldn't make big bucks fast in a firm that doesn't take commissions, they find a nice way to exit from the interview. That is how much passion costs!

People must realize that if you truly want to do good financial advisory work for the client, you cannot make big bucks fast unless you take big fat commissions and incentives at the expense of the clients. You will only make a comfortable income after some years when you have proven yourself to be competent and can retain the trust of your clients. But I guess, not many have that patience to wait. So it was an uphill task for us, especially when the banks are recruiting again.

The markets have generally risen over the past 10 months. Gauging by the crazy prices of properties in Singapore, everyone seems to be bullish again. But please do not let what we have gone through in the last year go to waste. Be equipped with the 3 S's before we jump onto the investment bandwagon again.

Christopher Tan is the CEO of *Providend*, Singapore's sole fee-only independent private wealth management firm

A bumpy road still lies ahead

By Sameer Sharma - (Cont from Pg 1)

While RSI divergence typically signals a topping process, there is no signal on the length of time it will take for a top to form. It would hence be better not to add more dollars in the portfolio but to remain neutral.

Diversification remains key. Seek out other currency pairs and protect your wealth should be the mantra of 2010. Once the dollar tops out against the euro, this will be a good signal to take on some more risk not necessarily in equities but in high yield corporate bonds, provided you have done a great research on your company.

The risk return tradeoffs of high yield corporate bonds versus equities is attractive right now. There is a major refinancing requirement for near junk and junk rated companies over the next three years to the tune of 1.3 trillion dollars. There is great opportunity in the high yield bond market although there is nothing but doom and gloom in the long term fundamentals of the Treasury bond market.

It is important to hedge that rise in interest rate risk when participating in the bond market. Convertible bonds which when in the money have much lower interest rate risks will be a good bet. Furthermore, high yield spreads have some more room to come down

from. In equities, it is better to stick to high dividend yield stocks for now.

The Mauritian stock market is going nowhere

As Europe has soured investors' risk sentiment, the Mauritian market too has gone nowhere. Results have been disappointing. Hotels have done poorly but that was to be expected. Bank profit growth look rather tame to nonexistent for this year and as the comments of Promotion and Development's quarterly report confirm, office demand is not as strong as many hoped.

The Mauritian economy will still lag no matter how optimistic some local analysts may be and continued fiscal stimulus, especially in getting the infrastructure projects up to speed is required. The only positive rumour I heard about in a foreign Frontier markets fund commentary was that if Mauritius Telecom lists itself this year, then State Bank of Mauritius could benefit from it. I hear about this every year and hence call it just a rumour that never seems to die off.

Looking at the technicals, the Stock Exchange of Mauritius continues to trade in a narrow channel of between 1630 and 1745

with heavy resistance at 1750. Should the market break this level with non diverging volume, then we could have an 1822-1850 target in the not too distant future. However, should the market go below the 1630 level on decent volume, we would have 1500-1530 as a potential downside target.

From the graph, you can clearly tell that the reverse head and shoulders has ended, and hence this is why we find ourselves in a nary channel formation with three mini tops around the mid 1700s. So what do you do? Nothing, you wait for the above mentioned levels to be breached before you buy or sell.

How I pity some of those local fund managers who have taken such large local positions a bit late into the game and find themselves having extremely risky allocations during these uncertain times. They accounted for a large part of the market rally themselves, and now that they are more than fully invested, there is no new money to make the market go higher, especially not when profit growth outlook remains so uncertain. Let us hope that they make full use of the soon to be launched futures market to get back to more realistic asset allocation levels.

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

La résurrection de Keynes : un simple mirage

Par Jean-Yves Naudet

Dans les années 1970, Keynes était mort et enterré. Mort sous les attaques de Friedman et Hayek, mais aussi par choc avec la réalité économique (la stagflation). Enterré par Ronald Reagan, Margaret Thatcher et la chute du mur de Berlin. Le monde entier allait penser libéral, même s'il y avait quelques îlots de résistance – comme la France – où les tentations étatistes avaient encore de beaux restes.

La crise de 2008-2009 a au contraire marqué le grand retour de Keynes, via les politiques de relance, et nous avions – hélas – titré la fois dernière : « Keynes : l'homme de l'année ». Le champagne n'aura pas coulé longtemps chez les Keynésiens, et les événements récents – à commencer par la crise grecque – montrent que la résurrection de Keynes était une illusion, qui se dissipe à toute allure, même si elle hante encore l'esprit de la classe politique, notamment en France.

Un retour inattendu en 2008-2009

Face à la crise actuelle, avatar de certaines idées keynésiennes sur le crédit et l'Etat Providence, certains ont cru voir dans « la grande récession » la réplique de « la grande dépression » des années 1930. La quasi-totalité des gouvernements de la planète réunis dans le G20 ont cru trouver leur salut dans la fuite en avant des dépenses publiques et des déficits publics. Voilà leur revanche sur les années Reagan, marquées par la lutte contre l'inflation, la baisse des impôts, la déréglementation et donc l'attention portée avant tout à l'offre et aux entreprises : vengeance des socialistes de droite et de gauche, dont Dominique Strauss-Kahn est le symbole : il fallait enfin rompre avec le libéralisme, mieux : « l'ultra-libéralisme ».

Mais il y avait aussi tous les « pragmatiques », le Président Sarkozy en tête, lui qui avait rappelé pendant sa campagne électorale qu'il ne se levait pas tous les matins en lisant les grands économistes. Ceux-ci ont trouvé dans la relance keynésienne une recette politique, facile à comprendre et à expliquer, extrêmement populaire, plus facile encore à mettre en œuvre.

Le keynésianisme présente cet avantage majeur : il persuade les gens qu'ils peuvent dépenser sans compter, que l'Etat va distribuer à tous la manne offerte par le ciel, en subventions, augmentations, prestations sociales, équipements publics, emplois publics, et qu'en outre, de ce seul fait, on contribue au bon redressement, rapide et efficace, de l'économie. Dépenser devient une vertu, surtout quand il s'agit de dépenser l'argent que personne n'a gagné par le fruit de ses efforts. De quoi séduire une classe politique soucieuse de sa popularité. S'ils ne mouraient pas tous, tous étaient atteints : un vrai tour de magie.

Une relance totalement inefficace

Voilà Keynes remis en selle, mais on avait oublié de la sangler. Comme dans les années trente : les idées de Keynes avaient déjà connu un succès rapide, sans convaincre la communauté scientifique internationale. Mais il a fallu presque quarante ans pour qu'on se rende à la réalité et que l'on mesure les dégâts provoqués par le *stop and go*, les déficits, l'inflation et autres fruits « globalement positifs » du keynésianisme. Cette fois-ci, il aura fallu à peine quelques mois pour prendre conscience du désastre.

Le premier élément, c'est que la relance keynésienne n'a pas marché. 1% de croissance en Europe avec des déficits historiques de l'ordre de 10% du produit

intérieur brut (PIB), on peut difficilement parler d'un triomphe. Ceux qui s'en sortent le mieux, dans les pays émergents ou en Europe de l'Est, sont ceux qui ont relancé le moins, pariant sur les éléments plus solides, comme la compétitivité à l'exportation, l'investissement des entreprises grâce aux profits ou l'investissement en éducation.

Sur un plan plus technique, le grand public lui-même avait compris que la manne publique n'aurait qu'un temps et qu'il avait logiquement choisi d'accroître son épargne de précaution, plutôt que de consommer, s'alignant non sur le revenu courant, mais sur le revenu permanent, à long terme. De plus, ceux qui avaient consommé avaient acheté ce qui était moins cher et disponible, c'est-à-dire les produits des pays émergents ; effet de relance dans les pays développés : zéro.

Une relance extrêmement dangereuse, aux effets négatifs

Mais il y a eu deux coups de grâce. Le premier est venu d'où on ne l'attendait pas, le journal *Le Monde*, il est vrai sous la plume souvent avisée de Pierre Antoine Delhommais, dans sa chronique du dimanche, intitulée « De la dette à la Lune », par allusion à la décision d'Obama d'abandonner le programme de la NASA à destination de la Lune puis de Mars. « Retour sur terre » dit-il. Et la terre, c'est la nécessaire réduction des déficits. Mais le plus intéressant, c'est que cet article évoque une étude faite par deux économistes américains, Kenneth Rogoff et Carmen Reinhart, dont voici la conclusion : « L'endettement d'un Etat produit des effets catastrophiques sur la croissance ».

Cette étude a été menée sur 44 pays et sur une très longue période. Si l'on prend les deux derniers siècles, lorsque la dette publique a dépassé 90% du PIB, la croissance du PIB a été de 1,7% en moyenne ; lorsque la dette était entre 30% et 90% du PIB, la croissance était de 3% ; et pour une dette publique inférieure à 30%, la croissance du PIB passait à 3,7%.

On peut corroborer cette conclusion en observant les chiffres de la France : entre 1890 et 2009, avec une dette en dessous de 30%, le PIB a progressé en moyenne de 4% ; avec une dette entre 30 et 90% du PIB, la croissance tombe à 2,75% ; et quand la dette dépasse les 90%, elle s'effondre à 1,9%. C'est encore plus net aux Etats-Unis de 1790 à nos jours !

Il paraît clairement que la relance par les dépenses publiques est non seulement inefficace, mais néfaste. Voilà pourquoi *Le Monde* se rend à l'idée « qu'un endettement public excessif nuit gravement à la santé de l'économie ». De quoi tuer Keynes à nouveau.

La secte keynésienne est désespérée

Mais il manquait le vrai coup de grâce. Il est venu de la crise grecque, première étape de la grande crise des finances publiques. Conseillés par Stiglitz, les Grecs ont foncé dans la relance keynésienne. Ils en paient le prix : 113% du PIB de dette publique, un déficit de 12,7% du PIB en 2009. Ils ont des difficultés à trouver un financement, ils empruntent à un taux d'intérêt qui intègre une prime de risque, ce qui leur coûte environ 4 points de plus qu'en Allemagne. Et Bruxelles leur impose un plan d'austérité, de toute façon nécessaire : gel des salaires des fonctionnaires, baisse de 10% des primes, diminution de 30% des heures supplémentaires, arrêt total des embauches, recul de deux ans de l'âge de la retraite. Le Portugal, l'Irlande, l'Espagne vont faire de même. Dans ce dernier pays, le plan de rigueur

sera de 50 milliards d'euros, les recrutements seront gelés dans la fonction publique et la retraite passera à 67 ans. C'est pourtant bien un gouvernement socialiste qui est en place, ici comme en Grèce ou au Portugal !

L'Allemagne, pour sa part, est passée des hausses de dépenses aux baisses d'impôts. On pourrait faire ainsi le tour d'Europe. En dépit des exhortations de Bruxelles la France attend encore. Les optimistes envisagent un changement après les élections régionales, mais les pessimistes observent que le grand emprunt est bien lancé.

Hors d'Europe, l'Inde vient de renoncer à son plan de relance, l'économie étant repartie toute seule et l'inflation menaçant. Quant à Obama, s'il renonce à la lune, il s'accroche à son plan santé ; il soutient l'emploi, mais gèle les dépenses discrétionnaires et arrête d'un coup 120 programmes de dépenses. Il ferait bien de choisir, car il est question de diminuer la note AAA de la dette publique américaine.

Conclusion du *Monde* : « C'est à qui promet de réduire son déficit plus vite et plus fort que le voisin (...) Un vrai et beau concours international de vertu budgétaire ». Ne soyons pas dupes : la religion keynésienne a encore des adeptes, et ses prêtres démagogues. Mais dans une économie mondialisée, la secte est désespérée. Comme on le voit aujourd'hui, la sanction des marchés des changes et des marchés financiers rappelle au sens des réalités.

La tentation sera toujours là, aussi longtemps que le pot de miel sera sous la garde de l'ours et que des règles institutionnelles n'interdiront pas la relance, si tant est qu'elles soient respectées par les politiciens (on voit ce qu'il reste du pacte de stabilisation et le funeste sort des fameux seuils de 3% pour le déficit budgétaire et les 80 % pour la dette).

Le mirage keynésien à nouveau dissipé : quel plaisir d'assister à un tel retournement en quelques semaines ! Malheureusement il faudra de longues années pour réparer quelques mois de relance. La cure de désintoxication keynésienne aura eu un prix élevé.

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

La gouvernance, c'est l'indépendance dans la responsabilité

Par Eric Ng Ping Cheun

En tant que monopole public d'émission de la monnaie, la banque centrale semble être indispensable au bon fonctionnement d'une économie. Si Rundheersing Bheenick a pu mettre à son actif quelques bons résultats statistiques après trois années à la tête de la Banque de Maurice (BoM), en revanche, il a essuyé des pertes au plan de la gouvernance de la banque centrale.

Pour être objectif, le bilan de M. Bheenick est globalement positif. Et ce bilan n'a pas été médiatisé à sa juste valeur. Dans son message adressé à la communauté des affaires quelques semaines avant de quitter l'institution, il écrit que *"it saddened me terribly that the steep decline in inflation, our well-calibrated monetary policy stance, our prudent and judicious management of our foreign exchange reserves, and our exchange rate framework so well-suited to the needs of the economy, did not elicit any remotely-comparable press coverage"*.

Les analystes interrogés dans le dernier baromètre de *PluriConseil* sont très majoritairement assez optimistes sur les perspectives de notre économie d'ici à février 2011. Ils sont satisfaits du comportement plus ou moins stable de la roupie. Ils modèrent leurs anticipations inflationnistes pour l'année 2010, attendant un taux d'inflation de 4% au plus. Et ils considèrent tout à fait approprié le statu quo en matière de taux directeur.

La seule ombre au tableau qui hante les analystes, c'est une possible remontée du chômage. Mais la constitution de la BoM ne stipule pas que celle-ci doit combattre le chômage : elle a plutôt pour mission de favoriser un *"développement équilibré et ordonné"*. Et puis, le remède contre le chômage ne passe pas par la politique monétaire, mais par une flexibilité du marché du travail qui permet l'adéquation entre l'offre et la demande, comme dans toutes les économies du monde.

Quatre bonnes performances

M. Bheenick peut se targuer d'avoir réalisé quatre bonnes performances sur l'inflation, le taux de change, les réserves officielles et la balance des paiements. En février 2007, l'inflation était de 9,4% en rythme annuel : elle est tombée à 2,3% en janvier dernier, soit le taux le plus bas depuis 18 ans. Certes, la désinflation mondiale a eu un impact positif sur les prix locaux. Mais il faut aussi dire que la BoM a ramené la croissance annuelle de la masse monétaire à de meilleurs taux, en l'occurrence 8,1% en 2009.

Puis, M. Bheenick a su manoeuvrer entre divers groupes de pression pour gérer la roupie dans des limites acceptables. Il y a trois ans, les exportateurs se faisaient fort de vendre leurs dollars à Rs 34, leurs euros à Rs 44 et leurs livres sterling à Rs 66. Aujourd'hui, le billet vert s'échange plus raisonnablement à Rs 31, la monnaie unique à Rs 42, et la livre à Rs 48. L'indice officiel du taux de change de la roupie, qui était à 103 en février 2007, est descendu à 95 en décembre 2009, indiquant une forte appréciation de la roupie qu'on n'a pas vu ces trente dernières années.

Ensuite, malgré la crise financière mondiale, la plus grave depuis la Grande Dépression, nos réserves officielles ont considérablement augmenté, soit par un milliard de dollars en trois ans, pour atteindre USD 2,3 milliards. En incluant celles des banques commerciales, les réserves internationales nettes du pays couvrent presque 43 semaines d'importation.

Cette hausse des réserves a nul doute surpris les autorités qui, si elles l'avaient prévu, auraient acheté des lingots d'or plus tôt à des prix plus favorables.

Même le prédécesseur de M. Bheenick ne s'y attendait pas, lui qui avait affirmé en mai 2009 que *"nous nous acheminons vers une crise de la balance des paiements"*. Il n'en a rien été : celle-ci a enregistré un surplus durant les trois premiers trimestres de 2009. Nous arrivons ainsi à financer notre déficit commercial, lequel est structurel comme à Singapour. A mesure que notre économie s'intègre dans la finance internationale, nous devons nous concentrer sur la balance des paiements plutôt que sur la balance commerciale tout court.

Deux échecs

Par ironie, le surplus de la balance des paiements reflète la faiblesse de l'épargne nationale, un des deux échecs de M. Bheenick : l'épargne a chuté de 21,2% à 13,6% du produit intérieur brut (PIB) entre 2007 et 2009. Ce n'est que tardivement que M. Bheenick a mis en avant l'importance de l'épargne dans le financement des entreprises. L'écart significatif de 12 points de pourcentage du PIB entre l'épargne et l'investissement est devenu critique dans une année où la croissance du crédit au secteur privé n'a été que de 0,9%.

L'autre échec de M. Bheenick, c'est l'accroissement de la marge de taux d'intérêt. Lorsqu'il prenait les rênes de la BoM, la moyenne pondérée de cette marge était déjà très élevée, soit 4,97% : elle est passée à 5,52% en janvier dernier. Si cette évolution est dictée par le marché, alors les baisses du taux d'intérêt ne sont pas justifiées : soit les épargnants exigent un meilleur taux, soit les risques économiques des emprunts se sont accrus.

Voilà un problème sur lequel le point de vue de M. Bheenick rejoignait celui des autres membres du conseil d'administration de la BoM : ils auraient pu ramener les banques commerciales à la raison sur la marge de taux d'intérêt et sur les frais bancaires exorbitants. Mais l'autorité de la banque centrale a été sapée par la mésentente qui a prévalu pendant deux ans entre la direction et le conseil. Il faut, une fois pour toutes, clarifier les rôles et responsabilités de chacun.

La personnalité du gouverneur

Les autorités monétaires qui ont gagné en crédibilité dans le monde sont généralement celles qui ont préservé leur indépendance du pouvoir politique. La bonne gouvernance dans une banque centrale, c'est l'indépendance, oui, mais dans la responsabilité. Car, qui veillera sur les gardiens ?

La loi régissant la BoM accorde à celle-ci une certaine indépendance dans sa gestion. Il est écrit que le gouverneur est le seul à représenter l'autorité de l'institution. Il est un *Executive Chairman*, président à la fois le comité de direction et le conseil d'administration. Néanmoins, il est comptable à celui-ci, qui est nommé par le gouvernement.

La notion d'*Executive Chairman* peut être discutable dans des compagnies privées, surtout si elles sont cotées en bourse, mais elle a toute sa pertinence dans une banque centrale, voire dans une banque commerciale. Il est un fait que plus de 90%

des banques américaines sont gérées par un *Executive Chairman*, ce qui n'a jamais posé de problème de gouvernance. C'est aussi le cas de la Banque mondiale, qui est calquée sur le modèle américain.

Le problème de la BoM est tout autre. Là où la loi fait mention de *"the Bank"*, fait-elle référence dans son esprit au gouverneur ou au conseil d'administration ? C'est la grande question qui mérite d'être clarifiée. Son interprétation diverse aura été la cause des conflits entre la direction et le conseil.

Cependant, il y a aussi la personnalité du gouverneur. M. Bheenick avait peut-être une trop forte personnalité qui n'était pas conforme au profil plutôt modeste des administrateurs. C'est pourquoi il est extrêmement important que le choix de ces derniers reflète davantage leur compétence réelle que leur appartenance ethnique. Certains membres actuels du conseil sont sans doute compétents pour cette fonction. Mais face à un gouverneur qui déteste la médiocrité, des conflits de personnalité surgissent inévitablement.

Autorité intellectuelle et morale

La tâche d'un banquier central se tient en trois mots : monnaie, banque et inflation. Ce triptyque a pour fil commun la confiance du public dans le banquier central. Pour gagner cette confiance, celui-ci doit avoir la capacité d'exercer une autorité intellectuelle et morale. Intellectuelle, en ce sens que chaque phrase qu'il prononce a l'effet désiré sur ceux qui l'écoutent. Morale, dans la mesure où chacune de ses décisions commande le respect.

Ainsi, sur le plan intellectuel, un banquier central est par nature conservateur, le qualificatif "conservateur" signifiant qu'il aime moins l'inflation que les autres. Le modèle de Rogoff (1985) propose qu'au lieu d'adopter une règle monétaire rigide, on place à la tête de la banque centrale quelqu'un dont l'aversion pour la hausse des prix est supérieure à celle de ses concitoyens. M. Bheenick a démontré qu'il avait ces qualités requises, à ceci près qu'il changeait de position trop rapidement. Une politique monotone est plus rassurante que l'activisme.

Sur le plan moral, la banque centrale est un temple de la vertu où priment la rectitude et la discipline. Dans une institution bancaire, il n'y a pas que la compétence qui compte, mais aussi l'attitude au travail. Les banques internationales accordent un poids équivalent à l'aptitude et à l'attitude pour prendre de l'altitude.

Le métier de banquier central, lui, exige qu'il soit autoritaire, sanctionnant tout écart de conduite, sans verser dans l'autoritarisme. Il doit demeurer discret mais ferme dans son approche. Or M. Bheenick a multiplié trop d'interventions publiques, et ce, dans un style flamboyant qui a effacé le caractère austère que requiert sa fonction.

Dans sa logomachie monétaire, M. Bheenick a projeté une omniscience déplacée. Un banquier central ne connaît qu'une infime partie des informations complexes que traitent les individus en temps réel. Certes, en tant que président de la Fed, Alan Greenspan était respecté comme un dieu par les investisseurs. Mais il se savait faillible. Après tout, le banquier central n'est pas un dieu.