

ANALYSE

Le quatrième pouvoir

Par Eric NG PING CHEUN

S'ils agissent en contre-pouvoir, les médias ne peuvent pas être le quatrième pouvoir après les pouvoirs exécutif, législatif et judiciaire. Aux Etats-Unis, on présente la Réserve fédérale comme *"the fourth branch of government"*. Son indépendance étant garantie par la Bank of Mauritius Act 2004, la Banque de Maurice (BoM) est-elle en mesure de se poser en quatrième pouvoir dans le nouveau cadre de politique monétaire ?

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

Désormais, celle-ci signalera l'orientation de sa politique monétaire en modifiant le taux des prises en pension, le Repo Rate. C'est un taux de référence à partir duquel la banque centrale permettra aux banques de traiter les soldes de fin de journée et d'amortir des variations temporaires de la liquidité.

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

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

Le Repo Rate fixé à 8,5%, le Repo Lending Rate est de 9%. Celui-ci fut de 5,75% la dernière fois où la BoM effectua une "Repo Transaction". Depuis, la BoM a monté son taux directeur par un total de 1,5%. Donc, le Repo Lending Rate aurait dû être à 7,25%. Conclusion : la BoM a implicitement accédé à une hausse de 175 points de base.

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

Tout l'art de la politique monétaire consiste donc à procéder au réglage fin des évolutions des prix face à des délais longs, variables et incertains. Il faut toutefois éviter un activisme excessif. Une politique efficace doit être prospective, et non réactive, mais aussi fondée sur une large gamme d'indicateurs.

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

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

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

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

Comment contrecarrer une hausse des anticipations inflationnistes et des taux d'intérêt domestiques ? Face aux forces extérieures, tels le différentiel de taux d'intérêt favorable aux monnaies de premier plan (le dollar, l'euro et la livre

sterling) et les fluctuations des taux de change, la BoM aura à s'appuyer sur deux forces intérieures. D'abord, elle doit maintenir le pouvoir d'achat interne de la roupie. Ensuite, elle doit éviter la monétisation, c'est-à-dire l'augmentation de la masse monétaire par l'activation de la planche à billets pour couvrir les déficits budgétaires et permettre à l'inflation d'éroder la valeur réelle de la dette publique.

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

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