

Monsieur Rundheersing Bheenick, Gouverneur, Banque de Maurice, s'entretient avec l'express Economie, 20 juin 2012 (Version complète de l'entrevue)

1. Certains industriels se sont joints à la démarche du directeur du *Joint Economic Council* pour soutenir que le MPC avait une marge pour baisser davantage le Key Repo Rate. Que leur répondez-vous ?

La vérité est que nous ne disposons pas d'une marge de manœuvre et plus grave encore, nous sommes arrivés à la conclusion maintenant que le Key Repo Rate (KRR) n'est pas l'outil approprié pour essayer d'adresser les questions qui se posent. Car la dernière fois qu'il y avait une baisse drastique du KRR, c'était vers la fin de 2010 où on avait baissé par 100 points de base. Et cela n'a eu aucun effet, soit sur l'augmentation du volume du crédit, soit pour donner un coup de pouce à l'appareil de production. Pourquoi y-a-t-il eu cet abaissement ? Effectivement pour essayer de donner un peu de tonus qui manque à l'appareil de production. Cela n'a pas été le cas.

Deuxièmement, nous avons essayé de combler l'*output gap*. S'il y a un *output gap* dans l'économie, vous procédez à une réduction du coût du capital et du coût du crédit, et vous essayez à *close the gap*. Tel n'a pas été le cas, l'*output gap* continue à être du même niveau à Maurice. La troisième raison pour laquelle le KRR n'est pas l'outil approprié, c'est que nous sommes maintenant en zone négatif lorsqu'il s'agit d'offrir un taux, un *return* positif aux épargnants à Maurice. J'ai fait ressortir très clairement que le taux d'épargne a chuté de façon drastique à Maurice au fil des années. Il faut stopper ce déclin. Donc voilà les raisons qui militent contre une réduction additionnelle du KRR qui est, par rapport au taux d'*headline inflation*, en territoire négatif, ce qui le ramène plus ou moins au *zero bound*. C'est pourquoi il a fallu trouver d'autres voies et moyens pour essayer de répondre aux besoins du moment. Et c'est cela qui nous a emmené aux différents outils que nous avons dévoilés samedi d'avant. Et le KRR n'est pas effectivement un outil qu'on peut utiliser pour venir en aide à un secteur spécifique ou une entreprise spécifique. Il s'applique de manière générale à tout le monde. Ça peut répondre aux besoins d'un opérateur quelconque dans le secteur d'exportation mais ne répond pas aux problèmes du pays dans son ensemble.

Est-ce la fin de la détente monétaire ?

Oui. *In the foreseeable future*. A moins que le taux d'inflation n'accuse une baisse considérable, que je ne vois pas venir, c'est peu probable qu'on procède à une baisse drastique. Comme nous l'avons dit déjà au mois de mars, le MPC procédera par petits ajustements. Nous sommes déjà arrivés à un palier où cela n'aurait pas grand effet et nous avons dit que nous procéderions par 10 points de base ou 15 points de base. Nous avons en effet rabaisé le KRR par 10 points de base. Mais malheureusement on a faussé le jeu quelque peu au mois de mars et nous essayons de retrouver la stratégie de cet outil. Je crois qu'il est important maintenant, comme je l'ai dit à un de vos confrères, qu'il est temps qu'on fasse un *paradigm shift* dans notre approche au KRR. L'outil KRR n'est qu'un instrument, cet instrument peut être très utile aux banques centrales dans certaines conditions. Mais ces conditions ne sont plus réunies. Cela ne va pas résoudre le problème du moment. C'est pourquoi il faut réfléchir *out of the box* et trouver d'autres solutions qui sont à même de répondre aux besoins de l'heure.

2. En mettant à la disposition des exportateurs une ligne de crédits en devises pour rééchelonner leurs dettes, ne reconnaissez-vous qu'ils avaient raison de tirer la sonnette d'alarme par rapport à la trop forte appréciation de la roupie vis-à-vis de l'euro ?

J'ai donné l'alerte. L'alarme est un peu trop alarmiste. J'ai donné l'alerte qu'il fallait être prudent dans notre approche sur la gestion de la monnaie face à une appréciation accrue, due en majeure partie à la dégringolade de l'euro. Cela n'était pas le résultat des mauvaises options stratégiques poursuivies par la banque centrale ou par l'Etat mauricien. Tous les opérateurs qui s'y connaissent nous donnent parfaitement raison. Tous les rapports sont unanimes là-dessus.

Notre politique du taux de change avait pour but d'apporter une certaine stabilité dans la valeur de la roupie. Et nous avons eu gain de cause sur ce sujet, la volatilité de la roupie s'est sensiblement baissé depuis que cette politique avait été mise en place. Vous n'aurez qu'à comparer ce qui se passait avant 2008 et ce qui s'est passé après. La volatilité a disparu et le Fonds Monétaire dans deux rapports nous donnent raison d'avoir suivi cette politique. Lors de l'année précédente, ils étaient même allés plus loin. Ils prônaient le modèle mauricien comme le modèle pour d'autres pays qui se trouvaient dans la même situation que nous. Donc n'essayons pas de blâmer la politique du taux de change.

C'est parce que nous sommes en période de cette crise continue, cette crise marathon qui est maintenant dans sa cinquième année, et qui n'aide absolument pas à endiguer cette appréciation de la roupie qu'il nous a fallu trouver d'autres mesures pour combattre cette appréciation continue. Cela ne remet pas en cause notre politique monétaire ni notre politique de taux de change. Les deux continuent quand même, mais nous allons résister cette appréciation continue qui n'arrange pas les choses pour nos exportateurs dans un climat de morosité sur les marchés européens et américains. Ces mesures ont été appuyées par le Fonds Monétaire International et par le Trésor Public. Il ne faut pas oublier que jusqu'à ce que le Trésor Public ne mette à notre disposition les ressources pour le faire, on n'aurait pas pu le faire. Et là, cet accord nous l'avons eu que jeudi soir et nous avons passé à l'action samedi, dans les 48 heures qui ont suivi. Avant cela, nous n'avions pas les moyens de le faire. Les nouveaux instruments, nous n'aurions pas pu les déployer si nous n'avions pas l'accord du Trésor Public. J'ai expliqué qu'on perd de l'argent à chaque fois qu'on fait des achats en dollars ou en devises, ce qu'on appelle le *negative carry*.

3. N'estimez-vous que cette mesure soit une aubaine pour certaines entreprises, particulièrement dans le secteur hôtelier, qui ont un niveau d'endettement difficilement soutenable et qui n'ont rien fait pour réduire les risques du taux de change défavorable de la roupie face à l'euro ?

Je vais mettre ça d'une manière un peu différente. Le problème qui se pose pour ceux qui sont surendettés n'est pas résolu pour autant. Le problème que nous avons essayé de régler est le problème d'*exchange rate risk* ; l'*exchange rate risk*, compliqué d'un problème de *servicing* de leurs dettes. S'ils exportent leurs biens et services, leurs rentrées sont en euros mais ils payent leurs dettes en roupies. Une fois qu'ils ont converti les euros en roupies, ces roupies ne sont pas suffisantes pour repayer leurs dettes. Donc en retirant l'*exchange rate risk* de cette équation, ils sont plus à même de répondre à la situation actuelle. S'il y a une baisse accrue de la valeur de

l'euro, cela ne va nullement les affecter si leur dette est aussi exprimée en euros. Donc on a offert de pratiquement rééchelonner leur dette et de leur octroyer deux lignes de crédit de la banque centrale en euros ou en dollars, et qu'on peut procéder à une solution qui va retirer l'*exchange rate risk* de leurs *balance sheets*. Voilà ce qu'on a fait.

Ce n'est pas une aubaine, dans la mesure où l'entreprise est foncièrement insolvable. Ce n'est pas une petite différence dans le taux de change qui va leur rendre solvable du jour au lendemain. Mais ce qu'on peut faire à travers cette mesure, c'est d'empêcher que les choses se dégradent. Parce que si la situation se dégrade pour une grosse entreprise dans le secteur hôtelier ou le textile, il est fort probable que leurs concurrents à Maurice aussi vont se trouver avec une situation peu encourageante, de sorte qu'à la fin de la journée, les banques qui ont financé toutes ces entreprises vont se retrouver avec des problèmes de *non-performing loans*, c'est-à-dire des créances douteuses. Et la Banque Centrale aurait eu à subvenir aux besoins des banques en quête de liquidités, dans son rôle de *lender of last resort*. On se positionne un peu en amont de ce problème. Au lieu d'attendre les bras croisés que les banques commencent à avoir des clients en difficulté, nous essayons de régler le problème à la source. Et nous croyons que ces deux lignes de crédit vont dans ce sens.

Donc, ce n'est pas une aubaine mais plutôt une bouée de sauvetage. Je crois que ça vient à temps et il fallait le faire car nous savons maintenant que cette crise ne sera pas résolue de si tôt. On croit que c'est réglé parce qu'en Grèce, la droite a gagné les élections. Mais il n'y a pas encore de gouvernement. Encore faut-il savoir ce qui va se passer une fois qu'ils seront dans le gouvernement, quelle est la politique qu'ils vont prôner. Après la Grèce, il y aura l'Espagne. Il y en aura d'autres. La zone euro va aller de crise en crise, de turbulence en turbulence, d'où la nécessité de se protéger et les mesures que nous avons apportées.

4. En mettant fin à la détente monétaire, ne courez-vous pas le risque que les exportateurs ne prennent pas avantage de ce nouvel instrument vu que les conditions y relatives à cette ligne de crédits ne sont pas encore connues et que leur situation reste entière ?

J'ai déjà expliqué à la MEXA et au bureau de la *Mauritius Bankers Association* comment nous allons procéder. On va travailler à travers les banques. En fait, les demandes se feront à travers les banques. Les taux vont différer dépendant de la teneur des prêts – un prêt en euros aura des conditions différentes d'un prêt en dollars. Un prêt sur sept ans aura un taux différent d'un prêt sur trois ans. On a presque offert les différentes marges qu'on va demander aux banques de pratiquer. Donc tout cela est *almost in the back*, donc on attend. Et demain nous aurons la réunion avec tous les banquiers, au sein du MBA et on va discuter de ce qu'on a en tête. Et la demande doit venir des entreprises à travers leurs banques. Nous mettons cette ligne de crédit à leur disposition à travers leurs banques, nous ne prenons pas de risques...

Si les entreprises n'en prennent pas avantage, qu'elles ne viennent pas nous dire qu'elles n'arrivent pas à joindre les deux bouts ou encore que l'euro est trop fort. Nous venons à leur secours pour essayer de venir pallier à certains manquements dans le passé, où il y a eu peut-être un manque de synchronisation entre les prêts et les rentrées. Donc nous essayons de pallier à cela, mais *going forward*, il appartient aux opérateurs de s'assurer contre les risques de change.

Mais jusqu'à présent, c'était devenu comme un principe de base que la roupie allait déprécier continuellement. D'ailleurs j'ai lu des articles savants de personnes qui disent que le modèle mauricien demande une dépréciation continue de la roupie. C'est du vol au grand jour. Si c'est ça votre politique, cela équivaut à voler les petites gens pour remplir les poches des grands. On ne peut pas faire de cela notre approche.

5. Les économistes sont unanimes à reconnaître que crise dans la zone euro pourrait perdurer et qu'après la Grèce et l'Espace, d'autres pays pourraient subir les mêmes crises d'endettement. Ne pensez-vous qu'il est grand temps pour Maurice de prendre de nouvelles mesures pour permettre le pays de demeurer résiliente face à ces turbulences ? Zoellick a fait un parallèle avec la crise après Leyman Brothers et la crise de l'euro.

La crise européenne est différente de la crise après Leyman Brothers, c'était une crise qui pouvait être endiguée facilement. Il y a un gouvernement, il y a une banque centrale. Et même eux, ils avaient eu des difficultés. Si vous vous souvenez M. Bernanke n'avait pas les moyens. Il fallait un accord qu'il ait un accord avec M. Paulson du Trésor. M. Paulson n'avait pas les moyens non plus. Il est allé au Sénat, au Congrès. Il s'est mis à genoux devant le Congrès pour plaider en faveur du programme TARP.

En Europe, il n'y a pas de Congrès où M. Draghi peut aller se mettre à genoux pour demander de l'argent. Il n'y a pas de gouvernement, il n'y a pas un centre de décisions qui a tous les pouvoirs et qui peut faire les frais de l'opération. Je crois que la comparaison s'arrête là. Le problème européen est nettement plus grave que le problème de Leyman Brothers. Mais en termes de conséquence, c'est peut-être aussi important que Leyman Brothers. Mais l'Europe n'a pas les moyens pour répondre de la même façon. Donc il y a un manque total d'instruments, de coordination, d'institutions et peut-être même de volonté. Mais si la volonté y est, ceux qui devront faire les frais de l'opération, ce sont les Allemands qui jusqu'à l'heure ne comprennent pas pourquoi ils doivent faire les frais d'une opération dont ils ne contrôlent pas tous les contours.

Donc l'Europe a besoin d'un *Fiscal Union* ; l'Europe a besoin d'un *Transfer Union* ; l'Europe a besoin d'un *Political Union* ; l'Europe a besoin d'une supervision consolidée de toutes ses banques ; l'Europe a besoin d'un système de résolution des banques européennes, intégrée. Sans tout ça, nous continuerons à avoir des gens qui retirent des dépôts en Grèce pour les envoyer en Allemagne. Ca s'arrêtera quand tous les dépôts dans les banques européennes auront les mêmes garanties. Donc il faut un système de *deposit protection scheme* partout en Europe, peu importe dans quelle banque de quel pays où se trouve le dépôt. Sinon vous aurez toujours cette nervosité partout en Europe, on parle des *bank runs* mais cette fois en Espagne, on a un *bank jog*. Et on parle de la crise européenne comme d'une crise marathon.....et ca risque de continuer assez longtemps.

Et Maurice ?

Nous devons être assez contents de notre parcours durant la crise. Mais on ne peut continuer de la même façon que nous avons faite jusqu'à présent parce que, premièrement, la crise va durer plus longtemps que prévu et deuxièmement, après la crise, il y aura une concurrence farouche

des autres pays une fois que les choses se normaliseront. A Maurice, il faut se préparer pour cette compétition qui va venir des autres pays qui sont tous confrontés aux mêmes problèmes mais qui eux prennent des mesures pour augmenter leur compétitivité réelle de leur économie. Alors que chez nous, on a trop tendance à croire que c'est le taux de change ou le niveau de loyer de l'argent qui va résoudre le problème. Ceci n'est pas le cas du tout. Il faut revoir toute la chaîne d'approvisionnement, revoir tous les secteurs, tous les points où Maurice n'est plus aussi compétitif qu'avant. Ce sont des choses qui vont au-delà de la compétence de la Banque Centrale.

Et je dirais que Maurice peut faire face à cela, mais il faudrait revoir tout cela en profondeur et prendre les mesures appropriées très vite. Il ne faut pas attendre que la crise ait des effets plus graves sur l'économie. Il faut faire tout ça très vite. Cette crise est aussi une opportunité pour augmenter les avantages comparatifs, avantages compétitifs que Maurice a, de sorte que nous puissions faire face à la compétition accrue que nous voyons venir, une fois que la reprise sera derrière nous.

6. Des exportateurs ont avancé l'idée ces derniers jours pour une dépréciation de la roupie en vue de réduire la perte de compétitivité du secteur d'exportation. Qu'avez-vous à dire à ce sujet ?

Je crois en avoir parlé tout à l'heure. Si j'étais un exportateur, j'aurais peut-être fait la même chose parce que pour eux, ce qui compte c'est leur *bottom line*. Alors que pour la Banque Centrale, c'est le *bottom line* du pays tout entier, qui comprend aussi les importateurs, les consommateurs qui consomment des produits importés. Et quand la roupie est forte, votre pouvoir d'achat en termes réels est plus fort qu'il ne l'aurait été si la roupie était faible. En d'autres mots, vous payez votre pain moins cher, vous payez votre essence moins cher, ...que si la roupie était aussi faible que les exportateurs le demande. Quand ils demandent une roupie faible, ils demandent un transfert social de la part des importateurs, des consommateurs envers eux-mêmes.

Et le *Operation Reserves Reconstitution* ?

Le *Operation Reserves Reconstitution* est un programme d'achats de devises qui nous permettra de combattre l'appréciation de la roupie. Mais il faut bien garder à l'esprit que cette opération ne peut pas réussir si nous n'avons pas d'autres mesures d'accompagnement. En d'autres mots, il faut augmenter la compétitivité des produits mauriciens parce que le jour qu'on arrête le programme d'achats, la roupie va reprendre. C'est la raison pour laquelle nous allons acheter pendant quelques temps mais pour faire ces achats, il nous faut des roupies mais nous n'avons pas d'argent. C'est ça qu'on va financer avec ce programme d'achats. Il faut plus de productivité, dans notre facture énergétique, productivité, main d'œuvre, compensation salariale, habitude de travail etc.

J'avais dit en début d'interview qu'on ne peut pas se fier uniquement sur le KRR. Le KRR combat l'inflation, mais il est moins bon pour donner des signaux à l'appareil de production. Si l'inflation va repartir, il faut augmenter les prix, alors que l'opérateur, lui, il veut une baisse du KRR.

On a essayé de faire une disjonction entre les deux. Le KRR sera toujours notre instrument pour combattre l'inflation et notre instrument de choix pour essayer d'augmenter l'épargne. Pour cela, le KRR est peut-être le seul instrument que nous avons. Cet instrument sera utilisé à fond pour empêcher que l'inflation monte. Quand on procède à la stérilisation, on empêche qu'il y ait un excédent de crédit sur le marché et qui dérape sur l'augmentation des pressions inflationnistes. Il se pourrait qu'à cause de cette pression accrue, il nous faudra déployer l'arme monétaire dans le sens contraire. Parce que sinon l'inflation va redémarrer. Cet instrument va être redéployé à bon escient, en temps voulu. Et je crains fort qu'il y ait une augmentation si l'inflation grimpe.

7. Les opérateurs et la MEXA se plaignent qu'ils n'ont pas des taux favorables auprès de leurs banques. Ils se plaignent aussi qu'ils ont des accords passés avec leurs banques qui les obligent à vendre leurs devises à leurs prix.

Nous croyons que c'est anti-compétitif. Il faut libéraliser tout ça. Nous sommes disposés au besoin à acheter des devises directement des exportateurs, de sorte qu'ils peuvent bénéficier de meilleurs taux. Nous pensons sincèrement que la Banque Centrale dans un avenir pas trop lointain, va réguler les marges maximales que les banques peuvent pratiquer sur le marché des changes. Si les banques réagissent très vite et réduisent leurs marges, nous n'aurons pas besoin d'avoir recours à cette mesure.