
Note de conjoncture économique Mexique

Mai 2018

La résilience de l'économie mexicaine se maintient en dépit d'un environnement externe adverse : le Mexique fait ainsi toujours figure de bon élève en Amérique latine avec une croissance régulière bien qu'en ralentissement (2,9% en 2016, 2% en 2017 selon l'INEGI), à un niveau supérieur aux prévisions pessimistes ayant suivi l'élection de Donald Trump. En 2018 et 2019, la croissance pourrait rebondir, grâce à l'effet positif à court terme de la réforme fiscale américaine sur l'activité économique et la demande aux Etats-Unis. La croissance des IDE témoigne d'ailleurs de la confiance des investisseurs sur la capacité du Mexique à rester une plate-forme d'exportation importante. Les finances publiques poursuivent leur amélioration, à la faveur des coupes budgétaires menées depuis 2015 (réduction de la dette publique à 46,2% du PIB en 2017).

Les risques sont toutefois toujours bien présents : les incertitudes demeurent quant à l'issue de la renégociation de l'ALENA, ainsi qu'à celle des élections présidentielles de juillet qui pourrait voir triompher le candidat de gauche Andrés Manuel Lopez Obrador porteur d'une politique économique de rupture. Par ailleurs, le resserrement de la politique monétaire a finalement porté ses fruits en ce début d'année 2018 puisque l'inflation est passée sous la barre des 5% en avril (4,55%), après avoir atteint 6,8% à la fin de l'année 2017, mais la très forte volatilité du peso pourrait toutefois venir contrarier cette tendance.

I. La croissance économique demeure régulière et l'inflation ralentit malgré les risques externes et internes

a. La croissance économique mexicaine ainsi que le marché interne demeurent solides

La croissance mexicaine, bien que modérée, reste régulière malgré les risques externes et internes. Au premier 1^{er} trimestre 2018, la croissance du PIB a atteint 1,1% par rapport au trimestre précédent et 2,4% par rapport au 1^{er} trimestre 2017¹. L'activité économique mexicaine affiche donc une solide performance en ce début d'année puisque la croissance du premier trimestre représente la 4^{ème} meilleure croissance trimestrielle en 6 ans. Ce résultat résulte d'une hausse de 0,8% des activités primaires, de 0,7% des activités secondaires et de 1,2% des activités tertiaires.

2017 a néanmoins représenté la troisième année consécutive de ralentissement de l'activité. Toutefois, la diminution de la croissance a été inférieure à celle attendue en début d'année, témoignant de la relative résistance de l'économie mexicaine dans un contexte particulièrement difficile (incertitudes liées aux renégociations de l'ALENA et politique monétaire restrictive face à l'accélération de l'inflation notamment). Le recul de la croissance s'est principalement expliqué par la contraction de la production dans le secteur secondaire (-0,6 % après 0,0 %), particulièrement marquée dans la construction et l'activité minière et pétrolière. En revanche, l'activité continue de bénéficier du dynamisme du secteur tertiaire (3% après 3,4 % en 2016), qui représente environ 65 % du PIB, et dans une moindre mesure du secteur primaire, dont l'activité ralentit toutefois par rapport à 2016 (+3,3% après +4,1 %).

Les prévisions de croissance pour 2018 et 2019 sont encourageantes : le Ministère des Finances mexicain prévoit une croissance comprise entre 2 et 3%, et le FMI vient de revoir à la hausse ses prévisions de croissance, à 2,3% (+0,4 pt) en 2018 et 3% (+0,7 pt) en 2019, principalement en raison de l'adoption de la réforme fiscale aux Etats-Unis, qui devrait à court terme tirer l'activité économique et la demande états-uniennes. Les

¹ Inegi

incertitudes demeurent toutefois bien présentes : sur le plan externe, la renégociation de l'ALENA, si elle devait se solder par un échec, pourrait entraîner une contraction de l'économie mexicaine².

La croissance demeure en grande partie tirée par la consommation. Malgré le fait que certains indicateurs de consommation aient enregistré des résultats négatifs en fin d'année 2017 sous l'effet de la baisse des salaires réels mexicains (diminution du commerce de détail de 1,2% g.a. en décembre ; recul des ventes d'automobiles de 4,6% g.a. sur l'ensemble de l'année), la consommation privée reste un moteur de la croissance mexicaine. Elle a d'ailleurs progressé de 1,8% (g.a.) en février 2018³ et est notamment tirée par le dynamisme des transferts de migrants (*remesas*) qui constituent une source de financement importante pour de nombreux ménages mexicains. Les *remesas* ont en effet atteint un montant record de plus 7 Mds USD (+5,95% g.a.) au 1^{er} trimestre de 2018. Elles avaient déjà atteint leur maximum historique en 2017 avec près de 28,8 Mds USD⁴ et pourraient dépasser la barre des 30 Mds USD en 2018⁵.

b. Les équilibres externes se maintiennent, grâce au dynamisme des exportations permettant à la balance commerciale d'être excédentaire sur le début de l'année

La croissance mexicaine est favorisée par une recomposition des équilibres externes et la bonne santé du secteur exportateur. En 2017, le compte courant a enregistré un déficit de 18,831 Mds USD soit 1,6% du PIB⁶. Le déficit s'est réduit de 17,5% par rapport à l'année précédente, où il avait représenté 2,1% du PIB. Cette baisse du déficit courant est due à l'amélioration de la balance commerciale, dont le déficit s'est réduit de 6% (20,7 Mds USD en 2017 contre 22 Mds USD en 2016). Les exportations totales de biens ont enregistré une croissance de 9,5% (g.a.) en 2017, pour une croissance des importations de 8,6%. Cette amélioration s'est confirmée sur le début de l'année 2018 puisque en mars, le Mexique a affiché une balance commerciale excédentaire (+1,9 Mds USD) pour le 2^{ème} mois consécutif.

L'amélioration de la balance commerciale découle en particulier de la reconstitution de la balance des biens non pétroliers, qui a enregistré un excédent en 2017, pour la première fois depuis 1996. Le déficit de la balance des biens pétroliers continue toutefois de se creuser : il a atteint 18,4 Mds USD en 2017 (+31% g.a.) et 4,78 Mds USD sur le 1^{er} trimestre de 2018. La baisse du déficit courant a également été favorisée par l'amélioration de l'excédent de la balance des revenus secondaires, passée de 26,5 Mds USD en 2016 à 28,1 Mds USD en 2017 grâce au dynamisme des transferts de migrants (*remesas*) reçus par le Mexique (cf *supra*).

c. Après une forte hausse en 2017, l'inflation ralentit en ce début d'année 2018

Alors que l'inflation était brusquement repartie à la hausse en 2017, cette tendance semble finalement s'inverser depuis le début de l'année 2018 : 5,5% en janvier, 5,34% en février, 5,04% en mars et 4,55% en avril⁷, notamment en raison de l'effet retardé de l'augmentation des taux directeur de la Banque Centrale. L'inflation enregistre toutefois son seizième mois consécutif au-delà de la cible de la Banque centrale (3% ± 1 pt).

Fin 2017, l'inflation terminait l'année à son niveau le plus élevé en dix-sept ans, à 6,8%. La hausse des prix s'était particulièrement ressentie sur les prix énergétiques (+17,7% g.a.) et les prix des fruits et légumes (+18,6% g.a.). L'augmentation des prix était notamment due à la hausse brutale (de 14 à 20% g.a.) des prix des carburants en janvier 2017. En outre, avec la libéralisation des prix, la remontée des cours mondiaux ces derniers mois se reflète dans le prix du baril mexicain et pourrait encore peser sur l'inflation (le prix du baril de pétrole mexicain a progressé de 45% entre mai 2017 et mai 2018, pour dépasser la barre des 60 dollars),

² Selon une analyse de la CEPAL et de la Coface

³ Inegi

⁴ 28,6 Mds USD selon les prévisions de l'institution financière BBVA Bancomer

⁵ Selon le Centre d'Etudes Monétaires Latinoaméricaines (Cemla) et le Fonds Multilatéral d'Investissement (Fomin) de la Banque Interaméricaine de Développement (BID)

⁶ Banxico

⁷ Inegi

d'autant que le Mexique dépend de plus en plus de l'importation de produits raffinés (qui représentent aujourd'hui plus de la moitié de la demande totale). Un autre facteur d'augmentation des prix était la volatilité du peso : sa dépréciation importante fin 2016 et de nouveau fin 2017 ont ainsi contribué à renchérir les prix des produits importés.

Cette reprise de l'inflation en 2017 a pesé sur le pouvoir d'achat des mexicains. Malgré l'augmentation du salaire minimum de 10% (de 80,04 à 88,36 pesos par jour) au 1^{er} décembre 2017, les salaires réels étaient en baisse. Le salaire minimum actuel ne permettrait que d'acheter un tiers du panier de biens de base nécessaire pour une famille, le prix de ce dernier (218 pesos) ayant progressé de plus de 9% en un an⁸.

II. Dans un contexte de resserrement de la politique monétaire, le Mexique continue d'attirer les flux de capitaux malgré les incertitudes et la volatilité des marchés

a. La banque centrale mexicaine a poursuivi l'augmentation de ses taux face dans un contexte de forte inflation et de normalisation de la politique monétaire de la Fed

Face aux pressions inflationnistes en 2017, la Banque centrale mexicaine a poursuivi le resserrement de sa politique monétaire entamé en 2015 jusqu'à atteindre 7,50% le 8 février dernier : +450 pnb au total répartis en 12 hausses consécutives. Outre les pressions inflationnistes, la politique monétaire mexicaine fait face à la normalisation de la politique monétaire de la Fed, qui a annoncé une réduction de son bilan et procédé à une nouvelle hausse de son taux directeur qui est passé de 1,50 à 1,75% en mars dernier.

L'augmentation du taux directeur de la Banque centrale mexicaine contribue à renchérir le coût du crédit. En un an, les taux ont ainsi progressé de près de 150 pnb. Cela se ressent sur le dynamisme du crédit bancaire au secteur privé, qui connaît un fort ralentissement après une croissance à deux chiffres en 2016. En mars 2018, le solde du crédit bancaire au secteur privé a enregistré une croissance annuelle de 5,7% en termes réels contre 9,3% en mars 2017. Le ralentissement du crédit pourrait à son tour affecter la consommation : la croissance des crédits à la consommation est ainsi passée de 11,1% en mars 2017 à 8,2% en mars 2018 et la croissance des crédits au logement de 11% à 7,9%. Le ralentissement du crédit pourrait également affecter le crédit aux entreprises, ce qui menace l'investissement : la croissance des crédits aux entreprises est ainsi passée de 17,4% en mars 2017 à 17,4% en mars 2018⁹.

Néanmoins, en avril et mai, la Banque centrale mexicaine a décidé à l'unanimité de maintenir son taux directeur à 7,50% en raison de la diminution de l'inflation, de l'amélioration des perspectives pour l'économie mexicaine, de la reprise des exportations et de l'expansion de la demande interne. Certains risques se maintiennent toutefois : une nouvelle dépréciation du peso dans le cadre des négociations de l'ALENA, la politique monétaire de la Fed, ou encore un accroissement de la volatilité à l'approche des élections.

b. La volatilité du peso a poussé la Banque Centrale à intervenir sur le marché des changes

L'année 2017 a été marquée par une forte volatilité pour le peso mexicain, en raison des incertitudes externes (renégociation de l'ALENA, adoption de la réforme fiscale aux Etats-Unis, resserrement de la politique monétaire de la Fed) mais aussi internes (élections). Après 4 années consécutives à la baisse par rapport au dollar américain (dépréciation de 60% sur cette période), la monnaie mexicaine a contre toute attente enregistré un bilan positif en 2017, avec une appréciation de 5,15% face au dollar. Le peso a toutefois connu des variations importantes au cours de l'année 2017, avec l'un de ses meilleurs premiers trimestres (appréciation de 9,44%) mais un dernier trimestre très négatif (dépréciation de 7,69%). Cette volatilité de la devise mexicaine se confirme également en ce début d'année 2018 puisque le peso a connu une forte

⁸ Selon une étude de l'Université Autonome du Mexique (UNAM)

⁹ BBVA

appréciation au 1^{er} trimestre de l'année (+7,27%) puis une nouvelle dépréciation sur le mois d'avril et la 1^{ère} quinzaine de mai (-7,08%).

Face à la volatilité du peso, et dans le contexte de la dépréciation de décembre, la Banque centrale a procédé à une nouvelle vente de couvertures de change pour un total de 500 MUSD le 26 décembre, sur décision de la Commission des Changes (composée de représentants de la Banque centrale et du Ministère des Finances). Les montants émis ont atteint 5,5 Mds USD sur l'année 2017. Le programme de couvertures de change avait été annoncé le 21 février 2017, pour un maximum de 20 Mds USD.

c. Malgré la volatilité sur les marchés, l'attractivité du Mexique se confirme

Le Mexique continue d'attirer les flux de capitaux malgré les incertitudes et la volatilité des marchés. Sur l'ensemble de l'année 2017, les IDE entrants ont progressé de 11% par rapport à l'année précédente, pour atteindre près de 30 Mds USD. La grande majorité était destinée à l'industrie manufacturière (45,3%), devant les transports et communications (10,8%) et la construction (10,3%). Il s'agissait à 38,5% de nouveaux investissements.

Les flux de capitaux étrangers vers la bourse mexicaine ont pour leur part atteint sur l'ensemble de l'année 10,320 Mds USD, un chiffre sans précédent. Les capitaux étrangers à la bourse mexicaine s'élèvent ainsi à 151,7 Mds USD selon les derniers chiffres de la Banque centrale, soit près de la moitié de la valeur totale des titres. Toutefois, la bourse mexicaine a enregistré, en janvier dernier, sa plus importante sortie de capitaux étrangers en 20 mois : -23,3 Mds USD, soit 13% de moins qu'en janvier 2013, date à laquelle ils avaient atteint un niveau record. Ces mouvements de sortie de capitaux pourraient s'accélérer à l'approche des élections et si les tendances des sondages se confirment (45% en moyenne d'intention de vote pour le candidat de gauche Andrés Manuel Lopez Obrador, au 15 mai 2018).

III. La situation des finances publiques s'améliore grâce aux coupes budgétaires mises en place depuis 2015

a. La dette et le déficit se réduisent, au détriment de l'investissement public

Après avoir enregistré une progression importante sous le mandat d'Enrique Peña Nieto et atteint plus de 50% du PIB fin 2016, la trajectoire de la dette publique mexicaine s'est inversée depuis 2017. En 2017, le poids de la dette publique a diminué, pour la première fois depuis dix ans, à 46,2% du PIB. Le Mexique a également enregistré un excédent primaire, représentant 1,4% du PIB, pour la première fois depuis 2008. Le déficit budgétaire s'est en outre réduit à 1,1% du PIB. Ces chiffres ont été favorisés par le solde d'opération positif reçu de la Banque centrale au premier semestre ainsi que par la diminution des dépenses publiques. Ces dernières ont enregistré une diminution de 8,7% en termes réels. Les recettes budgétaires ont pour leur part diminué de 3,7%, en raison de la contraction des recettes pétrolières (-1,1% g.a.) et des recettes fiscales (-0,9% g.a.). Ces dernières ont notamment souffert de la contraction de 26,4% (g.a.) des revenus liés à l'Impôt Spécial sur la Production et les Services (IEPS) sur l'essence et le diesel, mais aussi de la contraction de 2,8% des recettes perçues sur la TVA. L'impôt sur les revenus est le seul à enregistrer une augmentation (+4,3% g.a.). L'effet de la réforme fiscale s'observe néanmoins dans le poids des recettes fiscales, qui représentent aujourd'hui près de 58% des recettes totales, tandis que les recettes pétrolières ne représentent plus que 16,7% (contre 35% en 2013)¹⁰.

L'assainissement des finances publiques se fait toutefois au détriment de l'investissement. Les dépenses d'investissement public en capital fixe ont ainsi diminué de 26,3% sur l'ensemble de l'année 2017. Elles ont cependant commencé l'année 2018 à la hausse, dans le contexte préélectoral : +2,2% (g.a.) en janvier et +4,9% (g.a.) en février.

¹⁰ La production de pétrole brut de Pemex a d'ailleurs diminué de 9,5% en 2017, pour s'élever à 1,95 million de barils par jour

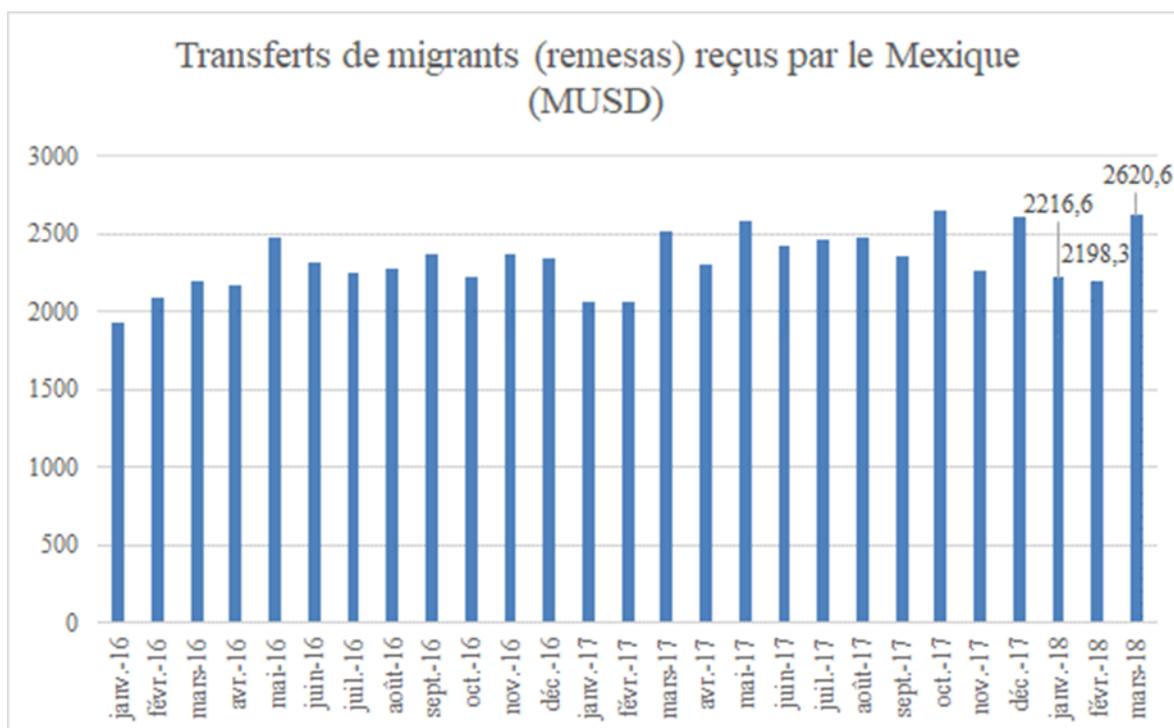
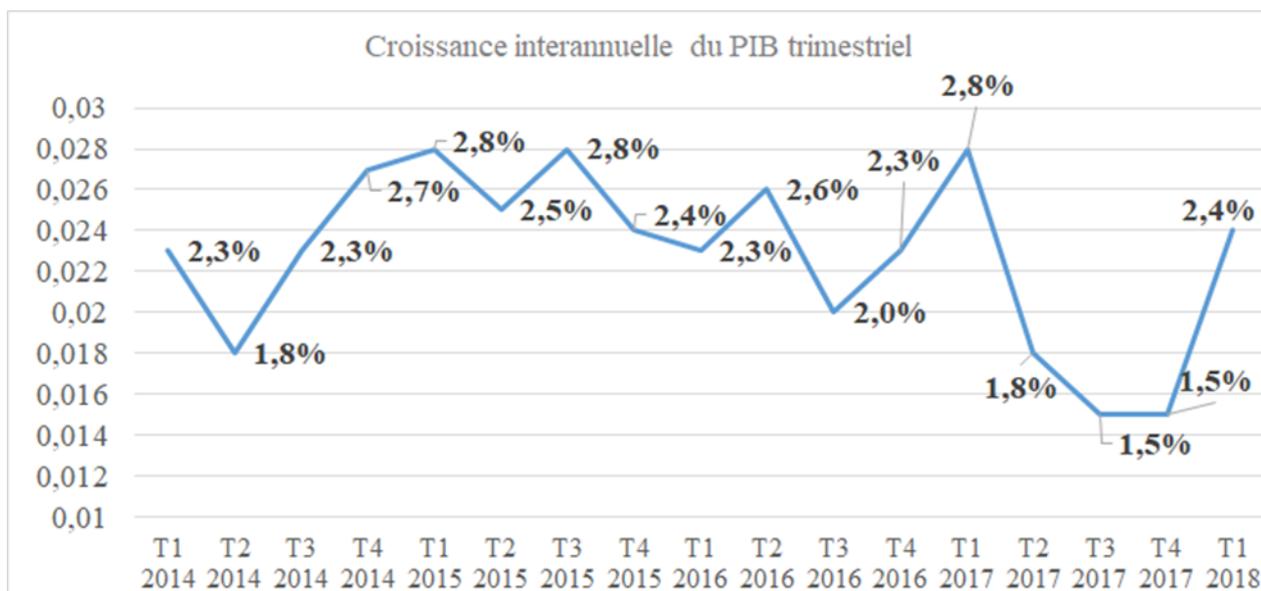
b. L'adoption de la réforme fiscale aux Etats-Unis a rouvert le débat autour de possibles mesures fiscales au Mexique

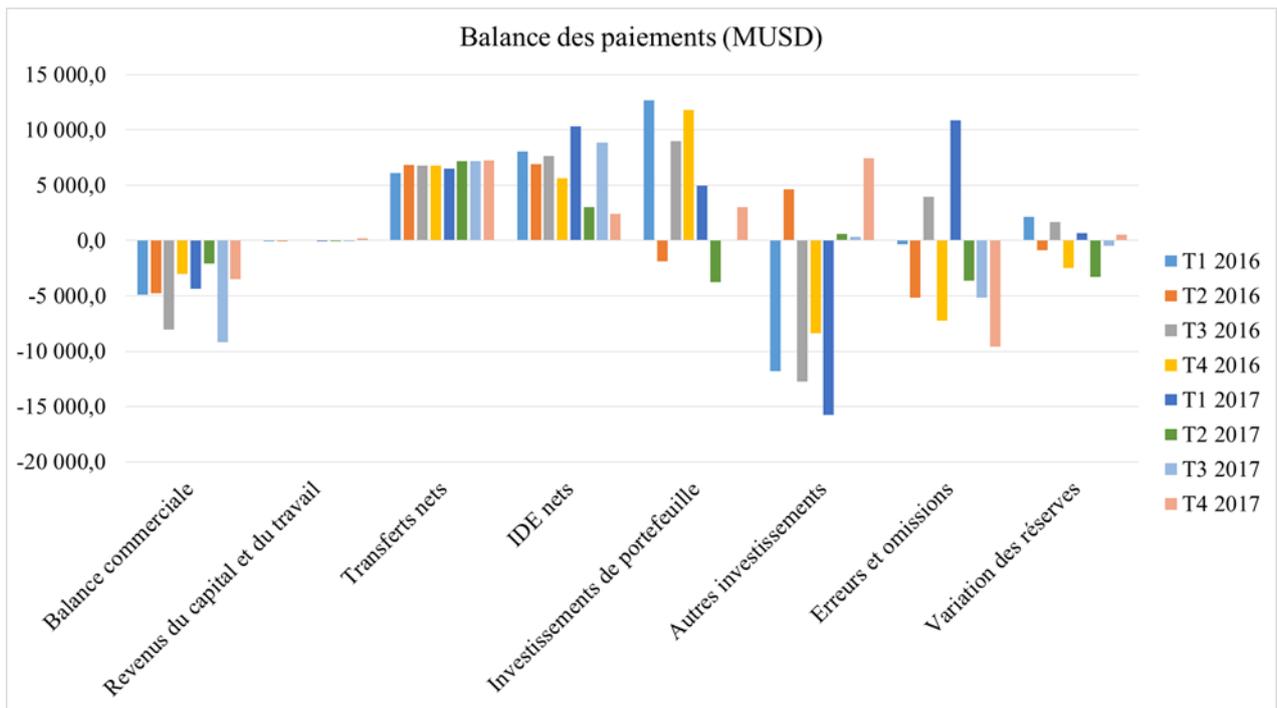
L'adoption de la réforme fiscale aux Etats-Unis, qui prévoit notamment une diminution du taux d'impôt sur les sociétés de 35 à 21%, pourrait avoir un impact sur le Mexique, étant donné l'interdépendance des deux économies. De nombreuses analyses s'accordent néanmoins sur le fait que la réforme ne devrait pas affecter outre mesure la compétitivité mexicaine, qui repose sur d'autres facteurs (coûts de la main d'œuvre bien plus faible, intégration aux chaînes de valeur, faible poids des syndicats...), et d'autant que l'écart entre les taux effectifs est plus faible.

L'adoption de la réforme fiscale américaine a favorisé la reprise du débat sur une nouvelle réforme fiscale au Mexique même si le sujet est pour le moment absent de la campagne électorale. Plusieurs organisations du secteur privé mexicain se sont saisies du sujet et proposent un certain nombre de mesures afin de répondre à une potentielle diminution de la compétitivité mexicaine : abaissement du taux d'impôt sur les sociétés, généralisation de la TVA à un taux unique, généralisation de la déduction immédiate des investissements de la base taxable, élargissement de l'assiette fiscale... Le Mexique a toutefois fait le choix de l'assainissement de ses comptes publics à travers des mesures de coupes budgétaires depuis 2015, ce qui limite l'espace fiscal pour de telles mesures. Le Ministère des Finances a d'ores et déjà écarté toute mesure qui se traduirait par un accroissement du déficit public. Par ailleurs, l'adoption d'une réforme fiscale semble hautement improbable en cette année électorale. La prochaine administration, qui ne prendra ses fonctions qu'à la fin de l'année, disposera de davantage de recul afin d'évaluer l'impact réel de la réforme fiscale américaine sur l'attractivité mexicaine.

Malgré la relative solidité de l'économie mexicaine dans un contexte externe adverse (croissance régulière, attractivité des IDE, assainissement des finances publiques), celle-ci demeure vulnérable aux incertitudes liées aux renégociations de l'ALENA et aux élections présidentielles de juillet, notamment en cas de victoire du candidat de gauche Andrés Manuel Lopez Obrador qui pourrait entraîner, au moins à court terme, une sortie des capitaux du pays et une hausse de la volatilité du peso. Ces risques se traduisent dans l'augmentation récente de l'indicateur de risque-pays qui a dépassé la barre des 200 points en mai.

Annexes



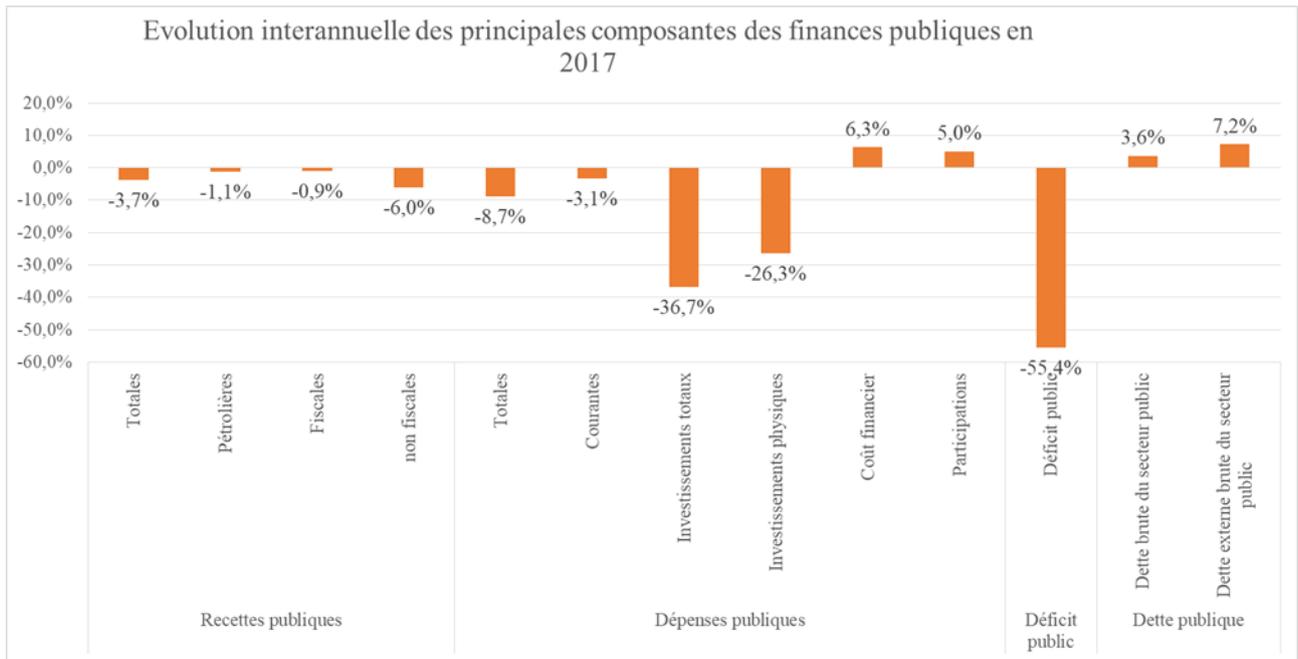


Source : Banque centrale

Prix du baril de pétrole mexicain (USD)



Source : Banque centrale



Investissement brut de capital fixe

Gross Fixed Investment
Index 2013 = 100, s.a.

