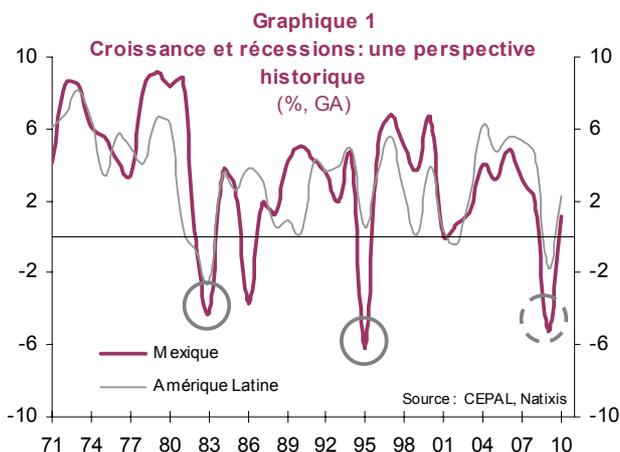


Mexique : 2009 comparable à 1995 ?

Suite à l'annonce des résultats du PIB mexicain pour le premier trimestre de 2009, nombreuses sont les analyses qui comparent la récession que connaît actuellement le Mexique avec la « crise tequila » de 1995 où la contraction du PIB annuel avait été de 6,2%. Alors que les estimations de croissance pour 2009 ont été revues à la baisse, la récession actuelle est effectivement la plus profonde qu'ait connue le pays dans les quinze dernières années. Pourtant si l'on retrouve des similitudes dans l'impact de ces deux crises sur l'économie réelle, la comparaison devrait s'arrêter là. En effet, à la différence de la « crise tequila », qui a ses racines dans les déséquilibres domestiques du Mexique, la crise économique internationale qui a frappé durement l'économie mexicaine depuis mi-2008 trouve néanmoins le pays dans une situation macroéconomique et financière beaucoup plus solide qu'en 1994. Tout de même, comme dans l'après-crise de 1994, le défi de mettre en place des réformes structurelles permettant de relancer une croissance demeurée médiocre tout au long des années 2000 semble un élément clé d'une sortie de crise durable pour le pays.

2009 : Une récession économique profonde

Suite à l'annonce des résultats du PIB pour le premier trimestre de 2009 (-8,2% en glissement annuel, -10,5% en variation trimestrielle), nombreuses sont les analyses qui comparent la récession que connaît actuellement le Mexique à la « crise tequila » de 1995 où la contraction du PIB avait été de 6,2% sur l'année (**graphique 1**). Alors que les estimations de croissance pour 2009 sont de plus en plus négatives (-5,3% selon nos prévisions de fin mai 2009 ; -5,5% selon le gouvernement), la récession actuelle est effectivement la plus profonde qu'ait connue le pays dans les quinze dernières années.



Alors que la plupart des pays de la région a surtout subi le contrecoup du choc mondial après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, le Mexique a non seulement été plus profondément touché mais également plus tôt. En effet, l'économie mexicaine a connu dès le début de 2008 une

croissance médiocre et a été le seul pays de la région -avec la Colombie- à enregistrer une croissance négative dès le T4-2008 (-1,6% en ga). Le Mexique est donc techniquement entré en récession au T1-2009 après deux trimestres consécutifs de contraction du PIB (-0,8% au T4-08/T3-08 et -10,5% au T1-09/T4-08). L'apparition de la grippe porcine pour laquelle le Mexique a été un foyer de développement du virus a entraîné la paralysie de l'économie dans la capitale et dans plusieurs grandes villes fin avril-début mai ce qui a porté un nouveau coup dur à l'activité. Ainsi, selon les estimations officielles, l'impact de l'*influenza* humaine en termes de croissance serait d'environ -0,5 points, probablement plus. Certains analystes locaux anticipent d'ores et déjà une chute du PIB de l'ordre de 10% sur la période avril-juin 2009. Dans ce contexte, le Mexique devrait connaître cette année une forte récession qui rappelle par son ampleur la contraction de 1995 et alors que le pays avait bien résisté aux turbulences initiées avec la crise « asiatique » à la fin des années 90 et qui s'étaient propagées à d'autres émergents, notamment en Amérique latine (Brésil, Argentine).

Pourtant la mise en parallèle de la récession de 2009 avec la « crise tequila » de 1995 doit s'arrêter à son ampleur sur l'économie réelle domestique. Ces deux chocs historiques dans l'évolution de la croissance mexicaine des vingt dernières années sont en effet très différents dans leurs causes mais aussi dans les conditions tant domestiques qu'externes auxquelles le Mexique est confronté pour y faire face et se redresser.

Les causes de la crise : domestiques (1994-95) vs importées (2008-09)

Le début de la décennie 1990 peut être caractérisé comme étant une période importante de réformes structurelles et de déséquilibres macroéconomiques sur le plan interne avec un comportement spéculatif des flux de capitaux sur le plan

international. En effet, à partir du milieu des années 80 dans le cadre des programmes de stabilisation consécutifs à la crise de la dette, le Mexique s'engage dans d'importantes réformes structurelles. Une des modalités de ces réformes est la libéralisation financière (ouverture aux flux de capitaux, privatisation et dérégulation du système bancaire domestique...). Une autre a trait à la transformation de l'appareil productif vers la production de biens manufacturés à faible valeur ajoutée qui va de pair avec l'intégration commerciale aux Etats-Unis officialisée avec la signature de l'ALENA en 1994.

Paradoxalement, c'est aussi pour le Mexique une période de perte de compétitivité liée à une appréciation réelle continue (change nominal contrôlé avec une forte inflation structurelle) depuis la fin des années 80 et par conséquent de faible contribution du commerce extérieur à la croissance. C'est donc surtout la demande domestique qui est le moteur de la croissance. En particulier, la dynamique de la consommation est entretenue par l'entrée massive de flux de capitaux (des investissements de portefeuilles spéculatifs qui cherchent des alternatives aux placements aux Etats-Unis où les taux d'intérêt sont très bas) qui financent une forte expansion du crédit. Ceci débouche sur une augmentation incontrôlée de la masse monétaire qui crée les conditions d'une crise bancaire et de change qui a éclaté lorsque les anticipations jusqu'alors positives des marchés se sont retournées.

Plusieurs épisodes d'origine politique ont contribué à la réversion des anticipations en 1994 (rébellion des zapatistes au Chiapas, assassinat du candidat à l'élection présidentielle puis du Secrétaire général du Parti Révolutionnaire Institutionnel) alors que les déséquilibres macroéconomiques et financiers ont entraîné une perte de confiance (déficit courant d'environ 7% du PIB en 1994, augmentation des faillites des entreprises acculées par la hausse des taux et l'appréciation du change et donc des crédits non performants dans le portefeuille des banques) et que les taux d'intérêt aux Etats-Unis commencent à remonter. Les attaques spéculatives contre le peso mexicain ont conduit le président Zedillo à élargir les bandes de fluctuation du peso en décembre 1994 enterrant ainsi le régime de change fixe. L'effondrement du peso et du marché boursier n'a pas été contré par la hausse des taux d'intérêt internes conduisant à une crise financière grave du fait de l'effondrement des réserves de changes (utilisées par la Banque centrale pour soutenir le peso courant 1994) et d'un montant élevé de dette publique de court terme arrivant à maturité.

En 1994-95, le Mexique a donc été l'épicentre de la crise connue comme « crise tequila ». Cette crise jumelle (de change et bancaire) a mis en évidence les fragilités de l'économie mexicaine et notamment la difficulté de gérer un processus de libéralisation financière en présence d'insuffisances institutionnelles en termes de régulation, des déséquilibres macroéconomiques (faiblesse de l'épargne domestique, importants déficits extérieurs...), une forte vulnérabilité financière (dollarisation de la dette, ratios de dettes publique et externe élevés...) et un régime de change devenu inadéquat (surévaluation de la monnaie).

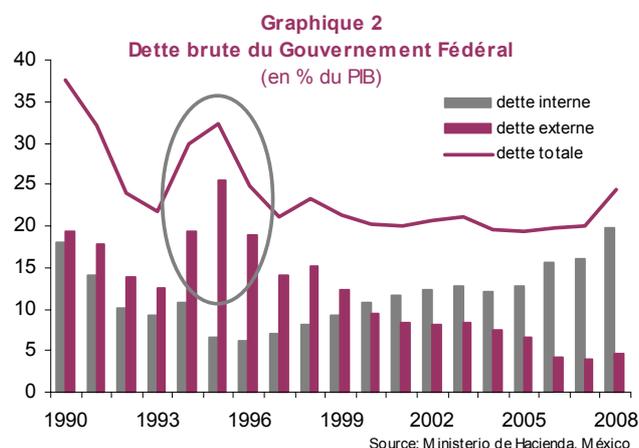
A l'opposé, dans la crise actuelle, le Mexique a subi la contraction économique internationale de plein fouet du fait de son exposition à pratiquement tous les canaux de transmission du choc. D'une part il a été très affecté par la récession aux Etats-Unis, son premier partenaire commercial vers lequel il dirige environ 80% de ses exportations. D'autre part, la baisse du prix des matières premières (qui affecte en particulier les

recettes budgétaires, très dépendantes des revenus du pétrole), la baisse du tourisme et des transferts de migrants ont été autant de facteurs supplémentaires qui ont contribué à l'affaiblissement des ressorts de la croissance mexicaine alors que la demande domestique et l'investissement étaient déjà atones depuis début 2008 en raison du moindre dynamisme de l'expansion de la masse salariale, de la politique monétaire restrictive appliquée pour combattre l'inflation et de la détérioration des anticipations des agents qui a commencé à affecter négativement l'investissement. La croissance du crédit au secteur privé, qui avait très fortement repris à partir de 2005, a également considérablement décélééré.

L'amélioration des fondamentaux au cours des quinze dernières années

Bénéficiant du dynamisme de la demande nord-américaine, le Mexique s'est très vite relevé de la « crise tequila » sur le plan de l'économie réelle en enregistrant dès 1996 une croissance de 5,1%. Par ailleurs, ce nouveau cycle de croissance s'est accompagné d'une amélioration des fondamentaux macroéconomiques et d'une diminution de la vulnérabilité financière qui place aujourd'hui le pays dans une situation beaucoup plus solide par rapport à 1994 et par rapport à d'autres émergents.

D'une part, les finances publiques se sont considérablement améliorées. La dette publique totale a diminué et, en particulier, le gouvernement mexicain a considérablement réduit sa dépendance des financements extérieurs qui ne représentent plus qu'une part faible du total de la dette publique (**graphique 2**).

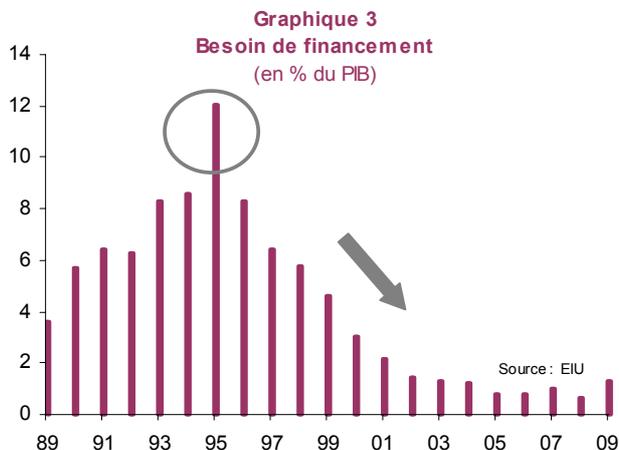


En fait, dès la fin de la crise, un certain nombre de réformes structurelles ont été implémentées, orientées à accroître les sources de financement domestiques. Les marchés des bons domestiques étaient jusqu'alors assez sous-développés. En 1997, le Mexique met en place un nouveau régime de sécurité sociale et de retraite fondé sur la capitalisation individuelle à des fonds privés. Ceci a permis le développement rapide d'un marché local de la dette (environ 65% du portefeuille des fonds de pension est investi dans des valeurs publiques) qui a ouvert de nouvelles opportunités pour satisfaire les besoins de financement du Gouvernement Fédéral. Le degré de dollarisation a par ailleurs été considérablement réduit (81% de la dette publique est libellée en pesos). De même en 1998 le Marché Mexicain des Dérivés (MexDer) a vu le jour. Ces réformes ont eu pour effet une croissance rapide du marché des bons publics, un allongement de la maturité des dettes et une plus grande liquidité du marché secondaire ce qui a permis

au Mexique d'être bien moins exposé au risque de refinancement qui avait été un des gros problèmes de la crise de 1994-95.

D'autre part, le système bancaire a été consolidé. Les banques locales sont aujourd'hui bien capitalisées et n'ont pas subi trop gravement les effets de la crise financière internationale. La réduction des prêts en devise (qui représentent seulement 11,6% du total des prêts) a permis d'éviter l'exposition des emprunteurs à la dépréciation du change qui avec la variation du taux d'intérêt avait été en 1994-1995 une des principales explications de l'explosion des crédits non performants et par conséquent du *credit crunch* qui en avait découlé.

De plus, cette tendance à l'amélioration des fondamentaux n'a pas été contrariée par les événements de la fin des années 90 initiés avec la crise asiatique. Profitant de sa relation commerciale préférentielle avec les Etats-Unis qui connaissaient alors une forte croissance, le Mexique n'a pas été affecté par cette nouvelle vague de crise des émergents et n'a connu qu'une légère récession en 2001 lorsque la dynamique de croissance du voisin du nord s'est ralentie. S'en est suivi une phase de croissance molle à partir de 2002 mais qui n'a pas remis en cause les acquis en termes de solidité financière du Mexique. Notamment, les ratios d'endettement public ont continué à s'améliorer (cf. **graphique 2**) et les besoins de financement de l'Etat ont continué à diminuer (**graphique 3**).

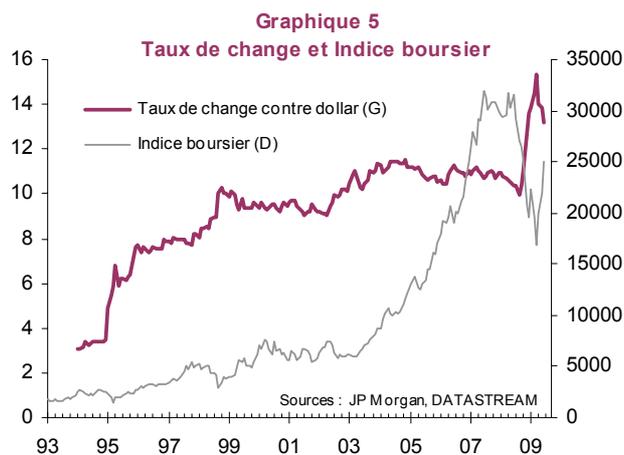
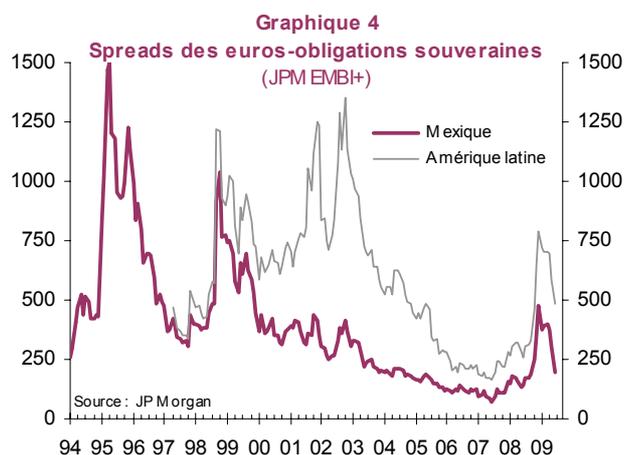


Enfin, le Mexique, qui a pâti pendant longtemps d'une politique monétaire peu crédible, a mis en place un régime de ciblage de l'inflation qui a permis une diminution progressive de l'inflation et la possibilité d'utiliser le taux d'intérêt comme outil de politique économique. Ombre au tableau toutefois, le *credit crunch* issu de la « crise tequila » s'est maintenu jusqu'en 2003 handicapant la reprise de la demande domestique qui a crû à un rythme inférieur à celui de l'économie.

Malgré l'ampleur de la crise, le Mexique est dans une meilleure situation que lors de la « crise tequila »

La conjoncture actuelle trouve donc le Mexique dans une situation macroéconomique bien plus solide que par le passé. Dans ce contexte, si les variables financières ont subi la montée de l'aversion au risque émergent et une tendance de forte volatilité (**graphiques 4 et 5**), le Mexique jouit tout de même d'une bonne réputation auprès des investisseurs –il détient d'ailleurs la qualification d'*Investment grade* auprès des agences de notation- et n'a pas connu jusqu'à présent de

graves problèmes pour se refinancer. Ainsi, la hausse du spread euro-obligataire est restée contenue et s'est maintenue sous la moyenne régionale. Le change qui s'est fortement déprécié et la bourse –qui était retombée à son niveau du début de 2006 à la fin du mois de mars- semblent progressivement se normaliser depuis avril.



Dans ce cadre, malgré des interventions sur le marché des changes, les réserves de la Banque centrale ne se sont pas effondrées comme cela avait été le cas lors de la « crise tequila » où elles étaient passées entre janvier 1994 et janvier 1995 de 26 mds de dollars à 3 mds. Elles se maintiennent aujourd'hui autour de 76 mds (**graphique 6**). De plus, du fait de la très forte décélération de l'économie nationale et donc de la baisse des importations, la position des réserves en mois d'importation est bien meilleure qu'en 1995.

Graphique 6
Réserves internationales



Suivant une politique d'orientation du financement public vers la demande domestique, les placements de dette publique mexicaine sur les marchés internationaux ont diminué pendant la décennie 2000. Pour autant, la crise financière internationale ne semble pas remettre en question l'accès du pays aux sources externes de financement. Fin 2008 et début 2009 le Gouvernement Fédéral a réalisé des émissions de bons, en dollars dans des conditions (taux d'intérêt et maturité) similaires à celles des périodes précédentes (**tableau 1**).

Tableau 1 - Emissions de dette publique mexicaine sur les marchés internationaux (depuis 2002)

Date d'émission	Monnaie	Montant (en millions de usd)	Échéance	Taux d'intérêt
janv-02	USD	1500	10	7,500%
sept-02	USD	1750	20	8,000%
sept-02	JPY	269,5	30	3,830%
déc-02	USD	750	29	8,300%
déc-02	MXN	97	3	11,000%
janv-03	USD	2000	10	6,375%
mars-03	USD	1000	12	6,625%
avr-03	USD	1500	5,5	4,63%
avr-03	USD	1000	30	7,50%
juin-03	EUR	856,7	10	5,38%
oct-03	USD	1000	10,25	5,88%
déc-03	JPY	345,2	30	3%
janv-04	USD	1000	5	Libor 3m+0,7%
janv-04	USD	400	5	3,88%
févr-04	GBP	928,4	20	6,75%
avr-04	USD	2056,8	28,95	7,50%
avr-04	USD	793,3	9,72	5,88%
août-04	USD	500	4,43	Libor 3m+0,7%
sept-04	USD	1500	30	6,75%
nov-04	EUR	996,6	15,25	5,50%
janv-05	USD	1000	10,3	6,63%
juin-05	CHF	194,9	7	3%
juin-05	EUR	906,5	10	4,25%
févr-06	USD	5,2	5	5%
févr-06	USD	3	7	5,10%
mars-06	USD	3000	10,8	5,63%
janv-07	USD	2266,6	27,67	6,75%
sept-07	USD	500	9	5,63%
sept-07	USD	500	27	6,75%
janv-08	USD	1500	32	6,05%
déc-08	USD	2000	10	5,95%
févr-09	USD	1500	5	5,88%

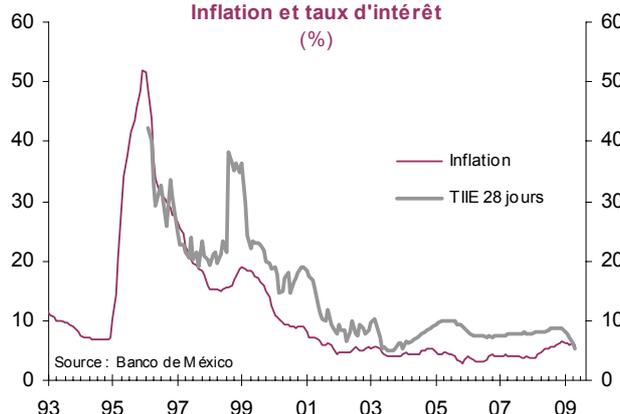
source: Secretaría de Hacienda y crédito publico, México

Selon le Gouvernement, la dernière émission de février 2009 couvre la totalité des besoins de financements externes de marché pour 2009 (l'émission de décembre 2008 avait déjà permis de couvrir 32% du service de la dette de 2009). La demande enregistrée pour ce placement a de plus été 1,6 fois supérieure au montant émis (i.e. 2400 millions de USD) ce qui témoigne du maintien de la confiance des investisseurs internationaux.

Alors que pendant la « crise tequila » les Etats-Unis et les institutions financières internationales avaient dû venir au secours du Mexique en lui octroyant 50 mds de USD pour éviter la propagation de la crise, aujourd'hui le pays ne s'est pas retrouvé dans une situation financière insoutenable. Il s'est néanmoins tourné vers ces mêmes institutions afin de garantir la liquidité internationale du pays en 2009. Il bénéficie ainsi d'une ligne de swaps avec la FED pour un montant de 30 mds de dollars (signée en décembre) et d'une ligne de crédit modulable auprès du FMI pour un montant de 47 milliards USD ce qui a contribué à renforcer le sentiment de solidité financière auprès des marchés et des agents économiques domestiques. La Société Hypothécaire Fédérale a également contracté en novembre 2008, un prêt auprès de la Banque mondiale pour 1 milliard de dollars.

Sur le plan de la politique monétaire, l'inflation si elle avait connu une forte poussée pendant la période précédant la crise, en particulier liée à la hausse du prix des matières premières et des aliments, s'est fortement modérée et devrait converger vers la cible d'inflation (3% +/- 1%) à moyen terme. Dès lors, les autorités monétaires ont pu mettre en place un cycle de baisse des taux dans le but de soutenir l'activité en évitant un nouveau *credit crunch*. Cette configuration est tout à fait différente de la crise de 1994 où les taux s'étaient envolés (le taux interbancaire TIIE avait atteint 90,5% en mars 1995) sans pour autant éviter la fuite des capitaux et où l'inflation avait explosé, atteignant 52% en 1995 (**graphique 7**).

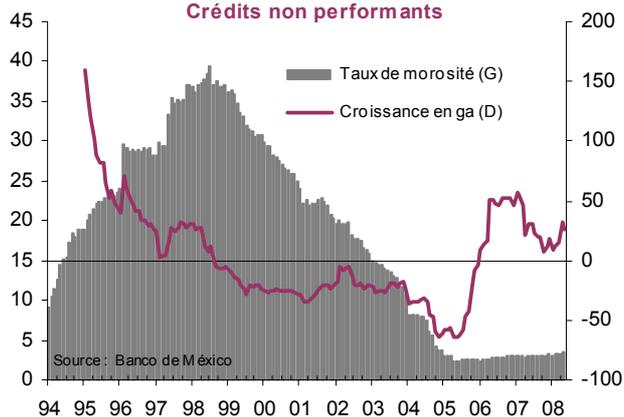
Graphique 7
Inflation et taux d'intérêt
(%)



Dans ce cadre, la solvabilité du secteur privé reste bonne. Avec la diminution de l'endettement en devises et la généralisation des taux fixes, les emprunteurs ne se sont pas retrouvés piégés par l'évolution des variables financières (taux de change et taux d'intérêt). Même si compte tenu de la conjoncture domestique et internationale défavorable, on note une hausse des crédits non performants, ils n'ont pas explosé comme cela avait été le cas pendant la crise de 1994-1995. Le taux de morosité de l'ensemble du secteur privé vis-à-vis des banques commerciales est inférieur à 5% depuis 2005 (**graphique 8**). Tout de même, ce taux atteint 10,9% en avril 2009 pour le

segment des cartes de crédit. Cette tendance à la dégradation remonte en fait à 2007 et est surtout liée à l'ouverture de l'accès aux cartes de crédit aux segments de la population les plus bas qui n'y avaient pas accès auparavant. En ce qui concerne les crédits hypothécaires, les crédits non performants atteignent 5,4% du total au T1-2009 contre 4,13% au T4-2008. Ce ratio reste néanmoins largement gérable pour les banques. En effet, en 1995, il s'était élevé à 35%.

Graphique 8
Crédits non performants



Conclusion : le persistant défi des réformes structurelles

Hormis leur impact sur l'économie réelle mexicaine, la crise que traverse actuellement le Mexique et la « crise tequila » de 1994-1995 sont totalement différentes dans leurs causes et leur résolution. Pour la plus ancienne, il s'est agi d'une crise trouvant son origine dans les déséquilibres macroéconomiques et financiers du pays alors que la crise actuelle est essentiellement une crise importée dont la seule composante strictement domestique a été la grippe porcine. Malgré une détérioration à prévoir du solde budgétaire, le Mexique apparaît tout de même solide et une crise monétaire ou financière semble peu probable.

Ceci pourrait être rassurant si l'on anticipait une reprise rapide et soutenue de l'économie mondiale, et en particulier des Etats-Unis, dont la conjoncture conditionne fortement l'évolution du Mexique. C'est ce qui s'est produit dans la décennie 90 où le Mexique s'est très vite relevé en bénéficiant du dynamisme nord-américain. Après une contraction de 6,2% en 1995, l'économie a crû à plus de 5% l'année suivante. Les perspectives actuelles ne sont pas aussi favorables. En effet, si l'on prévoit un scénario de sortie de crise lente et molle, la reprise de l'économie mexicaine en 2010 devrait donc être bien moindre du fait de l'atonie de la croissance nord-américaine. Le Mexique pourrait contourner cet obstacle s'il arrive à relancer les ressorts internes de la croissance. Mais du fait de marges de manœuvre budgétaires limitées, l'ensemble des stimuli à l'activité lancé par le gouvernement n'atteint pas 1,5% du PIB, ce qui semble insuffisant pour relancer l'économie.

En fait, le point commun de la crise actuelle avec la « crise tequila » est que toutes les deux mettent en évidence les faiblesses structurelles de l'économie mexicaine. Si dans le premier cas ce sont les déséquilibres des fondamentaux macroéconomiques et les lacunes de la régulation financière qui se sont révélés décisifs, aujourd'hui, outre l'atonie de la demande domestique, c'est la spécialisation productive du Mexique qui apparaît comme sa principale fragilité. Si l'intégration avec l'Amérique du Nord dans le cadre de l'ALENA

a permis au Mexique de développer fortement son industrie manufacturière, sa dépendance commerciale vis-à-vis des Etats-Unis l'expose aux fluctuations de la croissance de son voisin. De plus, au cours des quinze dernières années, l'industrie manufacturière mexicaine a peu évolué vers la production de biens à plus forte valeur ajoutée et le pays se trouve à présent confronté à la concurrence des pays asiatiques, surtout de la Chine, qui bénéficie d'une main d'œuvre à plus bas coût. Le Mexique devrait dans ce cadre fournir d'importants efforts en matière de développement des infrastructures et d'amélioration du capital humain.

D'autre part, malgré la mise en place d'une réforme fiscale en 2007, les finances publiques restent à ce jour encore très dépendantes des exportations de pétrole rendant le budget sensible à l'évolution internationale du cours du brut et alors que le Mexique ne dispose pas d'un fonds de stabilisation du pétrole bien capitalisé (environ 10 mds de dollars répartis dans trois fonds).

Conscient des défis auxquels est confrontée l'économie mexicaine, le gouvernement de Felipe Calderón a annoncé la relance du programme de réformes structurelles à partir de mi-2009 visant à permettre à l'économie de croître à un rythme de 5% en 2011. Mais le détail des mesures envisagées n'est pas encore paru. D'autres questions se posent également sur la stabilité du pays, en particulier dans le cadre de la lutte contre le narcotrafic qui a conduit à l'augmentation des violences dans le pays. Dans ce cadre, les élections législatives qui auront lieu mi-juillet 2009 dans un contexte d'économie déprimée donneront une indication sur les marges de manœuvre politiques à venir pour mettre en place de telles réformes. Si l'impact économique et social de la crise se traduit par un vote sanction et si comme les sondages l'indiquent, le PRI (Parti Révolutionnaire Institutionnel) confirme son statut de principale force d'opposition, les marges de manœuvre du gouvernement pourraient de ce fait être amoindries.