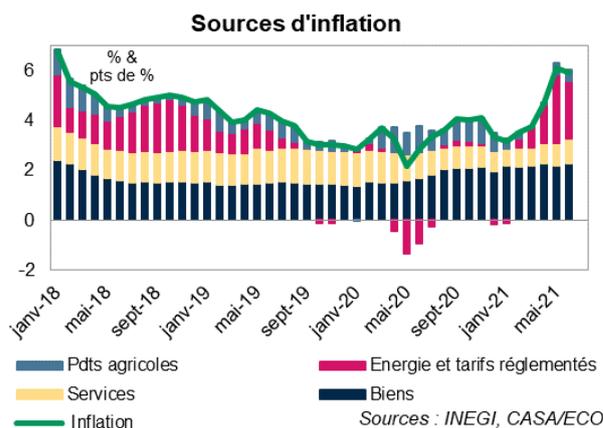
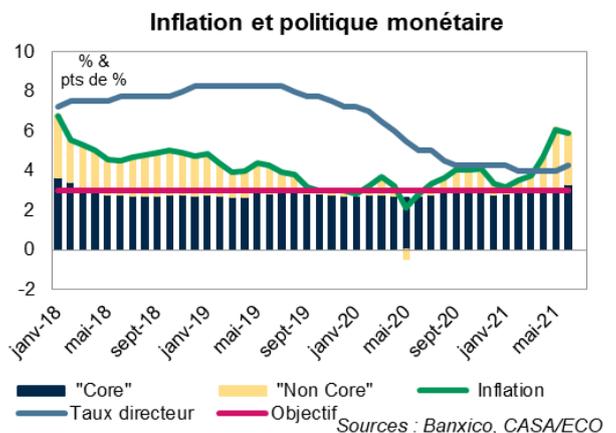


# Perspectives

N°21/261 – 20 juillet 2021

## MEXIQUE – Prélude à un cycle de resserrement monétaire contre début d'un processus d'ajustement...

Les marchés ne l'anticipaient pas. Pourtant, la Banque centrale (*Banxico*<sup>1</sup>) a relevé son taux directeur de 25 (petits) points de base à 4,25% (23 juin 2021). Alors que la croissance ne se reprend que lentement (et chaotiquement) et que le PIB pourrait ne pas retrouver son niveau pré-crise avant début 2023, cette décision peut sembler précoce. Elle est néanmoins légitime au regard du mandat constitutionnel qui vise à « maintenir une inflation sous contrôle » en recourant à une cible de 3% : une cible qui se révèle très difficile à atteindre et ce quelles que soient les circonstances. On peut même considérer que *Banxico* a fait preuve d'une grande tolérance que seule justifie une récession inédite tant par son ampleur que par sa nature, récession qui ne s'est pas traduite par un effondrement des prix bien qu'elle n'ait pas été amortie par la politique budgétaire.



Comme partout, l'inflation continue de subir les effets directs et indirects de la pandémie. En revanche, **ce qui malheureusement distingue le Mexique, c'est la résistance de son inflation sous-jacente**. À la suite d'une hausse mensuelle de 0,5%, l'inflation s'est établie à 5,9% sur un an en juin. Comme partout, l'inflation *non core* progresse rapidement (10% sur un an en juin) sous l'effet de la hausse des prix des produits agricoles (perturbations climatiques, augmentation vigoureuse de la demande) et du poste énergie/tarifs réglementés.

L'inflation *core* (en hausse de 0,6% sur un mois et de 4,6% sur un an) inquiète la Banque centrale. L'inflation sous-jacente moyenne s'est maintenue en

2020 à 2,8% (soit un rythme identique à celui de 2019 malgré la crise) ; elle a franchi 3% en avril 2021. Les **prix des biens** souffrent (comme ailleurs) de pressions sur les coûts (matières premières, intrants en général, goulets d'étranglement) : les pressions sont répercutées sur les prix de détail. Pour certains produits (tels que vêtements et chaussures), les prix sont ajustés à la hausse pour récupérer les faibles marges enregistrées au plus fort de la pandémie. Les prix de 75% des biens augmentent à un rythme de plus de 4%. Quant à la hausse des **prix des services**, la réouverture des activités a inversé la tendance

<sup>1</sup> "Minutes of the meeting of Banco de México's Governing Board on the occasion of the monetary policy decision announced on June 24, 2021" (minutes publiées le 8 juillet).

baissière. Or, avec la réouverture progressive, des pressions plus fortes sur ces prix devraient être observées.

Plus généralement, en raison de la pandémie, l'offre est moins à même d'absorber la croissance de la demande et il est difficile de prévoir l'ampleur, la durée des pressions sur l'offre, leur interaction avec la structure de la demande. Aux pressions généralement évoquées (réouverture différenciée entre pays et entre les secteurs, ayant entravé l'approvisionnement en intrants, provoqué des goulets d'étranglement, augmenté le coût des transports et les prix à la production) s'ajoutent des contraintes locales telles que les nouvelles exigences sanitaires, l'éloignement des processus de production, la moindre disponibilité de la main-d'œuvre. Les fournisseurs auraient fait preuve de peu de réactivité, n'auraient pas respecté les délais et auraient enregistré des pénuries de produits.

**Les pressions inflationnistes sont censées être de nature transitoire, mais une nouvelle accélération de l'inflation pourrait intervenir** et se prolonger jusqu'en août, voire septembre. Les anticipations d'inflation pour 2021, tant totale que sous-jacente, se sont redressées ; à moyen terme, elles sont certes relativement stables mais à des niveaux supérieurs à la cible de 3%. Désormais, les estimations indiquent que l'inflation globale convergera vers l'objectif de 3% au troisième trimestre de 2022. Selon la dernière enquête de *Banxico*, le secteur privé assigne cependant une probabilité plus élevée à une inflation comprise entre 5,6% et 6% à fin 2021 et entre 3,6% et 4% fin 2022.

Par ailleurs, *Banxico* insiste sur **les risques externes citant notamment la politique monétaire américaine et les investisseurs étrangers**. Bien que les sorties des investisseurs étrangers détenant des instruments publics aient été absorbées par les investisseurs locaux, un climat de méfiance demeure : il fait peser le risque d'un appétit réduit pour les actifs locaux. L'inclusion de la Chine dans divers indices obligataires mondiaux lui a permis d'attirer deux tiers des flux obligataires vers les économies émergentes au cours des dix-huit derniers mois. Quand bien même une partie de cet ajustement ne serait que transitoire, la faible participation des investisseurs étrangers aux adjudications sur les marchés primaires de titres publics mérite d'être notée. Enfin, une plus grande volatilité extérieure et, à moyen terme, une moindre stimulation monétaire au niveau mondial, pourraient exercer des pressions sur le taux de change et affecter les entrées de capitaux.

Les prévisions de croissance ont été revues à la hausse pour 2021 (à 6%) en raison d'une meilleure performance attendue au deuxième trimestre (vigueur de la demande extérieure en provenance notamment des États-Unis, réactivation de la demande intérieure grâce aux progrès de la vaccination et à la suppression des restrictions à la mobilité), mais aussi pour 2022 (3%). Les capacités de production de l'économie continueraient cependant d'être sous-utilisées, une hétérogénéité marquée entre secteurs persisterait et le niveau d'activité observé fin 2019 ne serait atteint que début 2023. **Les perspectives de croissance ne sont donc pas très réjouissantes.**

**Les perspectives de croissance médiocre pèsent peu (voire théoriquement pas) face aux risques externes et au constat selon lequel les chocs qui ont affecté l'inflation de façon supposée transitoire présentent un risque pour le mécanisme de formation des prix.** Ce premier relèvement de taux n'est pas censé s'apparenter au début d'un cycle de resserrement monétaire, mais plutôt à un processus d'ajustement. Mais, si l'on regarde brièvement les niveaux passés du taux directeur au regard de la cible ou de l'inflation effective (une mesure très imparfaite du taux réel), le taux directeur a excédé en moyenne la cible de 485 pb et l'inflation de 340 pb en 2018-2019. À partir de l'assouplissement monétaire entrepris fin 2019, l'écart s'est continuellement resserré pour ne plus atteindre que 100 pb et devenir négatif par rapport à l'inflation effective (-208 pb en mai).

Les commentaires se sont articulés autour d'une subtile distinction : cette hausse ne serait pas le prélude à un cycle de resserrement mais le début d'un processus d'ajustement. Subtile distinction. **L'ajustement promet d'être long et pourrait ressembler, à s'y méprendre, à un cycle de resserrement.**

Article publié le 16 juillet 2021 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
19/07/2021	<u>Tunisie – Nouvelle dégradation de rating : sans choc salutaire, un défaut sur la dette externe est assez probable</u>	Afrique
16/07/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/07/2021	<u>Allemagne – Scénario 2021-2022 : un sursaut suivi d'une accélération de la croissance</u>	Zone euro
12/07/2021	<u>Espagne – Scénario 2021-2022 : un été incertain</u>	Zone euro
12/07/2021	<u>BCE – L'occasion ratée : une stratégie pour mener l'ancienne ou la nouvelle guerre ?</u>	Zone euro
09/07/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
08/07/2021	<u>France – Scénario 2021-2022 : une reprise bien engagée</u>	France
08/07/2021	<u>Le Myanmar – Apocalypse Now</u>	Asie
07/07/2021	<u>Éthiopie – La guerre n'était donc pas finie</u>	Afrique sub-saharienne
06/07/2021	<u>Plans de relance nationaux - Pologne, le plan des transitions</u>	Pologne
06/07/2021	<u>Bélarus – Panne d'essence à Minsk</u>	PECO et Asie centrale
05/07/2021	<u>La Chine célèbre les cent ans de la création du Parti communiste</u>	Asie
02/07/2021	<u>Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : des trajectoires tristement divergentes</u>	Monde
02/07/2021	<u>Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : prévisions économiques et financières</u>	Monde
02/07/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
01/07/2021	<u>Plans de relance nationaux - Espagne, une stratégie proactive</u>	Espagne
01/07/2021	<u>Covid-19 en Afrique sub-saharienne : les dangers de la troisième vague</u>	Afrique sub-saharienne

**Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques**

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication** : Isabelle Job-Bazille

**Rédacteur en chef** : Armelle Sarda

**Documentation** : Dominique Petit – **Statistiques** : Robin Mourier

**Secrétariat de rédaction** : Sophie Gaubert

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

**Internet** : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

**iPad** : application **Études ECO** disponible sur App store

**Android** : application **Études ECO** disponible sur Google Play

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*