

Perspectives

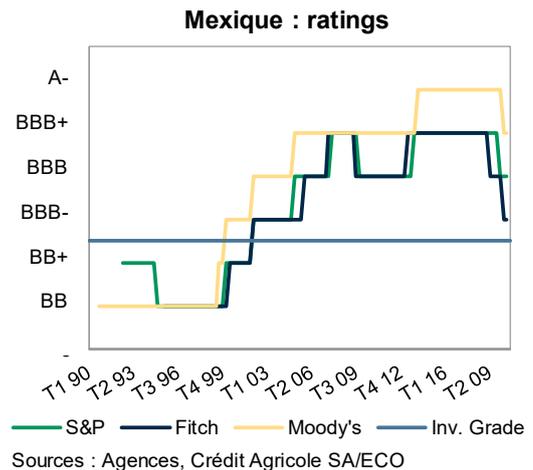
N°20/299 – 23 novembre 2020

MEXIQUE – Que nous disent les agences de *rating* ?

Alors que Fitch vient de confirmer, sans surprise, la note souveraine (dette en devises à long terme) à BBB- (perspective stable), le moment est propice à un survol des actions des agences de notation. Chacune des trois agences a, en effet, abaissé sa notation souveraine depuis le début de l'année. L'agence Standard & Poor's a donné le ton dès la fin du mois de mars (BBB, perspective négative), rapidement suivie (mi-avril) par Fitch (BBB-, perspective stable) et Moody's (Baa1, perspective négative) : les trois notes s'étagent ainsi à l'intérieur de l'univers BBB ; l'une d'entre elles (Fitch) se situe un cran seulement au-dessus de la frontière « fatidique » de l'*investment grade*.

Les diagnostics sont évidemment convergents en ce qu'ils listent des traits saillants (forces/faiblesses) identiques.

Lors de son diagnostic (fin mars), S&P anticipe ainsi un choc sévère (effets combinés de la Covid-19 au Mexique et aux États-Unis, baisse des prix du pétrole) qui, bien que temporaire, pèsera sur une dynamique de croissance déjà faible (PIB réel par habitant) et désigne nommément l'administration de López Obrador, incapable d'améliorer la confiance du secteur privé et la dynamique des investissements : la confiance est faible et les initiatives d'investissement dans les infrastructures présentées en novembre 2019 n'ont pas contribué à l'améliorer. La perspective négative signale un risque de dégradation liée à un affaiblissement potentiel des finances publiques. Compte tenu de la faiblesse de la base fiscale hors pétrole et de la rigidité des dépenses, le compromis entre maintien de la croissance et pression croissante sur PEMEX est difficile.



Moody's justifie l'abaissement de sa notation par l'affaiblissement « considérable » des perspectives de croissance à moyen terme, l'érosion de la solidité budgétaire du souverain (hausse ralentie des recettes budgétaires due à une faible croissance, détérioration continue de la situation financière et opérationnelle de PEMEX) et la faiblesse de l'élaboration des politiques et des capacités institutionnelles. À l'actif figurent le statut de grande économie diversifiée, l'absence de déséquilibres macro-économiques majeurs, la solidité budgétaire, ainsi qu'un système financier et une politique monétaire tout deux qualifiés de sains. La perspective négative reflète le risque de détérioration économique et budgétaire (incertitude sur l'orientation politique à moyen terme, réponses politiques insuffisantes pour relever efficacement les défis économiques, problèmes financiers et opérationnels persistants de PEMEX).

Lors de son appréciation d'avril, Fitch débute par la gravité de la récession à venir et supposée suivie d'une reprise (débutant au second semestre 2020) probablement freinée par les entraves responsables des (contre) performances économiques récentes : détérioration du climat des affaires et érosion du cadre réglementaire. Alors que le cadre de politique macro-économique reste intact, les interventions de politique micro-économique ont endommagé le climat d'investissement. Par ailleurs, même en l'absence de relance budgétaire, la dette publique devrait augmenter (d'au moins 6 points à près de 50% du PIB, le niveau plus élevé depuis les années 1980). Le retour de la dette/PIB sur une trajectoire soutenable serait difficile. La dette de PEMEX (9% du PIB) reste un facteur de risque majeur, déjà largement intégré dans l'appréciation du risque. Enfin, les inquiétudes ne concernent pas les comptes extérieurs malgré la dépréciation du peso

et les sorties de capitaux de portefeuille (politique monétaire crédible, taux de change flexible, ligne de *swap* de la Réserve fédérale, réserves de change élevées et intactes, ligne de crédit flexible du FMI). En novembre, Fitch confirme sa note : cadre de politique macro-économique cohérent, finances extérieures stables et solides, gouvernance relativement faible, croissance à long terme modérée, dégradation des ratios d'endettement public. Fitch table cependant sur le maintien d'une orientation budgétaire stricte et une probable réforme fiscale en 2022, limitant les risques pour le profil de crédit liés à la détérioration des finances publiques et contribuant à la « perspective stable ».

Si les constats sont globalement convergents, les analyses se distinguent selon qu'elles insistent sur les dégâts conjoncturels ou sur les faiblesses préexistantes. Moody's évoque les blocages en amont ; S&P complète en évoquant un choc pénalisant mais transitoire ; Fitch insiste sur la conjoncture. L'attention se concentre évidemment sur les finances publiques et la dérive du ratio dette/PIB avec deux approches distinctes selon que, schématiquement, soit privilégié le dénominateur ou le numérateur. Sans déplorer qu'aucun plan de relance n'ait été envisagé, Fitch cible la dégradation immédiate des finances publiques, tout en soulignant que les recettes fiscales ont dépassé les attentes et que les autorités ont cherché à minimiser le recours à l'emprunt en 2020. Moody's souligne la faiblesse tendancielle de la croissance. C'est de la hiérarchie des faiblesses, de la pondération entre risques immédiats et déficiences durables (entre lesquels s'opèrent souvent des arbitrages) que naît la gradation.

Dès lors, que reste-t-il pour « rassurer » les agences de notation ? Pas grand chose de tangible à brève échéance. La dernière enquête de l'IMEF table sur une contraction du PIB de 9% en 2020, suivie d'une reprise au rythme de 3,1% couplée à une inflation juste inférieure à 4% (borne haute de l'actuelle cible d'inflation de 3% +/- 1 point de pourcentage). En laissant son taux inchangé à 4,25% lors de sa dernière réunion (12 novembre), la Banque centrale a opté pour une « pause » dans son assouplissement monétaire. Alors que les possibilités d'accommodation monétaire se réduisent, une politique de relance budgétaire traditionnelle est encore exclue. Le projet de loi de finances 2021¹ (déficit prévu à 2,9% du PIB) vient d'être adopté par le Parlement.

L'approche fiscalement conservatrice, certainement guidée par le souvenir des crises de la balance des paiements et des plans de sauvetage des années 80 et 90, a donc résisté à la crise. Le gouvernement se trouve ainsi pénalisé par sa propre « obstination austéritaire » en subissant simultanément une récession violente, qu'il ne s'est pas donné les moyens d'accompagner, et un choc budgétaire. Il devrait être plus facile de rassurer sur la « non dégradation pénalisante » (on est encore loin de la restauration) des finances publiques que de reconforter sur l'élévation du potentiel de croissance : le Baa1 de Moody's serait ainsi plus à risque que le BBB- de Fitch. À terme, seule une réforme fiscale profonde couplée à un désengagement progressif du secteur de l'énergie est susceptible d'endiguer l'érosion lente du *rating* faisant glisser le Mexique à la frontière de l'*investment grade* voire en-dessous.

Article publié le 20 novembre 2020 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

¹ « [Budget mexicain 2021 : priorités affichées, obsessions véritables et moyens limités](#) », Monde – L'actualité de la semaine – 18 septembre 2020

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
20/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
18/11/2020	<u>Les monnaies digitales de banque centrale : opportunité ou menace pour les banques ?</u>	Banques
17/11/2020	<u>BCE – Chroniques virtuelles de Sintra</u>	UE
13/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/11/2020	<u>L'OBSERVATOIRE financier des Entreprises Agroalimentaires</u>	Agri-agro
10/11/2020	<u>Inde – Comme une petite lueur dans le noir</u>	Asie
10/11/2020	<u>Embellie sans lendemain ? Dessiner 2021</u>	UE
09/11/2020	<u>UE – Commission européenne : les prévisions d'automne annoncent un gel hivernal sur la croissance</u>	UE
06/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
03/11/2020	<u>Secteur bancaire – Les monnaies digitales de banque centrale : opportunité ou menace pour les banques ?</u>	Banques
03/11/2020	<u>États-Unis : la crise de légitimité</u>	États-Unis
03/11/2020	<u>Russie – La stratégie d'hibernation ?</u>	Russie
02/11/2020	<u>Italie – Conjoncture, Flash PIB : estimation au T3</u>	Italie
02/11/2020	<u>Zone euro – Conjoncture, Flash PIB : première estimation au T3 2020</u>	UE
02/11/2020	<u>UE – Apprendre à vivre avec : ce que cela signifie pour le scénario de croissance</u>	UE

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 : Fabienne Pesty

 Contact: 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.