

## Mexique

### Estimer le facteur T

- Le Mexique est en première ligne face au virage protectionniste et anti-immigration de la nouvelle administration américaine.
- Le peso mexicain a été chahuté depuis l'élection de Donald Trump, les taux d'intérêt ont augmenté significativement et les perspectives économiques à court terme du pays ont été revues à la baisse par le consensus des économistes.
- Nos simulations indiquent que l'application du programme de Donald Trump pourrait conduire à une contraction de l'activité économique au Mexique en 2018.

La rhétorique et les premières mesures protectionnistes et anti-immigration du président Donald Trump constituent une source d'incertitude et d'inquiétude majeure pour le Mexique compte tenu de sa dépendance aux Etats-Unis et de son ouverture économique et financière, fondements de son modèle économique.

La dépréciation du peso mexicain (MXN) face au dollar a atteint 8% depuis l'élection du 8 novembre, malgré un rebond graduel depuis fin novembre. Les primes de CDS sur les obligations souveraines en devises ont grimpé de 50 points de base (pb) en quelques jours avant de se détendre progressivement à 134 pb au 2 mars. L'indice général actions de la Bourse de Mexico s'est aussi repris, mais il perd toujours 3% en monnaie locale et 10% en dollar US sur quatre mois. Quant aux rendements obligataires domestiques à 5 ans, ils ont pris 130 pb sur la période à 7,17%.

Dans ces conditions, les perspectives économiques à court terme du Mexique ont été revues significativement à la baisse. Le consensus des économistes a abaissé ses prévisions de croissance du PIB pour 2017 de 2,2% en octobre 2016 à 1,4% dans la dernière enquête de février, et de 2,8% à 2% pour 2018.

Quoi que décident les Etats-Unis, et même si la matérialisation des changements d'orientation politique en cours devrait prendre plusieurs mois voire plusieurs trimestres, l'ampleur du choc négatif sur la confiance et l'attentisme des investisseurs étrangers et locaux devraient affecter fortement les dépenses d'investissement au Mexique dans les prochains mois. Celles-ci devraient être en repli en 2017. La confiance des ménages, déjà entamée par la hausse significative des prix des carburants décidée en janvier, devrait elle aussi se détériorer et peser sur la consommation privée. Il ne faut pas non plus attendre un quelconque soutien de la part des politiques économiques. La politique budgétaire, déjà relativement restrictive depuis deux ans dans un contexte de réduction des recettes pétrolières et de difficultés financières pour la société nationale Pemex, devrait le rester. La politique monétaire, contrainte par la chute du peso et l'envolée de l'inflation, devrait resserrer les conditions monétaires plus sévèrement qu'attendu il y a quelques mois, et devancer largement la Fed plutôt que la suivre. Au final, de manière paradoxale, les exportations pourraient être le seul facteur

### ■ Réponse impulsionnelle du PIB réel mexicain aux chocs externes (normalisés à 1 point de pourcentage)

|             | PIB réel des Etats-Unis | Taux 10 ans américains | Spreads obligataires | Taux de change réel peso / \$ US |
|-------------|-------------------------|------------------------|----------------------|----------------------------------|
| T1          | 0,24                    | -0,11                  | -0,16                | -0,13                            |
| Cumul T1-T4 | 0,86                    | -0,55                  | -0,81                | 0,09                             |
| Cumul T5-T8 | 0,12                    | -0,09                  | 0,29                 | 0,20                             |
| Cumul T1-T8 | 0,98                    | -0,63                  | -0,52                | 0,29                             |

Tableau 1

Source : BNP Paribas

de support de l'activité économique dans l'attente d'une concrétisation des mesures de rétorsions commerciales américaines.

Pour estimer les conséquences concrètes que pourrait avoir la future politique économique et commerciale des Etats-Unis sur la performance de l'économie mexicaine, nous avons recours à une modélisation économétrique suivant un processus VAR (vecteur autorégressif) qui nous permet d'évaluer l'effet de différents chocs économiques et financiers externes sur la croissance du PIB mexicain.

La spécification de notre modèle est la suivante (pour plus de détails voir *Conjoncture de février 2017* : « Mexique : l'arrimage aux Etats-Unis en question ») :

$$y_t = [\Delta y_t^{US}, IR10_t^{US}, Spread_t, RER_t, \Delta y_t^{Mex}, IR_t^{Mex}]$$

avec  $\Delta y_t^{US}$  la croissance du PIB réel des Etats-Unis,  $IR10_t^{US}$  les taux d'intérêt sur les bons du Trésor américain à 10 ans,  $Spread_t$  les spreads de taux d'intérêt sur les obligations souveraines mexicaines en devises à 10 ans,  $RER_t$  le taux de change réel du peso contre dollar US,  $\Delta y_t^{Mex}$  la croissance du PIB réel mexicain et  $IR_t^{Mex}$  les taux d'intérêt interbancaires mexicains.

La décomposition (matrice de Cholesky) de la croissance annuelle du PIB mexicain confirme que les facteurs externes ont un pouvoir explicatif important, principalement la croissance du PIB des Etats-Unis (31%) et les *spreads* de taux obligataires (20%) qui sont influencés par les conditions de marché internationaux mais aussi par des facteurs internes au Mexique (risque politique, stabilité des finances publiques).

Les résultats de notre simulation repris dans le tableau 1 s'interprètent ainsi : un choc initial d'un point de pourcentage (pp) sur la croissance du PIB des Etats-Unis génère une réponse instantanée du PIB réel du Mexique de 0,24 pp, une réponse cumulée au bout de quatre trimestres de 0,86 pp et de 0,98 pp au bout de huit trimestres.

A partir de ce processus VAR, nous construisons un système d'équations afin de prévoir la croissance du PIB réel mexicain en fonction des trois scénarios alternatifs suivants fondés sur des hypothèses de réalisation ou non du programme de Donald Trump (cf. tableau 2) :

### S1 – scénario le plus favorable au Mexique :

Accélération de la croissance du PIB des Etats-Unis à 2,3% en moyenne en 2017 et 2,8% en 2018, soutenue par la politique de relance budgétaire (infrastructures), la baisse de la fiscalité sur les entreprises (accélération de l'investissement et des créations d'emplois plutôt que thésaurisation ou versements de dividendes) et la dérégulation financière (accélération du crédit). Parallèlement, augmentation modérée des barrières douanières sur les importations mexicaines matérialisée par une appréciation du taux de change réel de 10% au T3 2017.

### S2 – scénario intermédiaire :

Mêmes hypothèses de croissance aux Etats-Unis que pour le S1 mais mise en place d'importantes barrières tarifaires, voire non tarifaires, sur les produits mexicains matérialisée par une appréciation du taux de change réel de 30% au T3 2017.

### S3 – scénario le plus défavorable :

Absence de relance de l'activité aux Etats-Unis (croissance du PIB de 2% - 2,2% en moyenne en 2017-2018) accompagnée d'importantes barrières douanières identiques au scénario S2.

Nous concluons (cf. graphique 1) que dans le scénario le plus favorable (S1), la croissance économique du Mexique subirait un ralentissement marqué avec une stagnation du PIB en glissement annuel au T4 2017 et T1 2018, limitant l'acquis de croissance pour 2018, avant de reprendre de la vigueur pour finir 2018 à 0,5% en moyenne annuelle. Dans le S1, la croissance du PIB réel serait de 1,2% en moyenne en 2017, tout comme dans le S2. Toutefois, dans ce second scénario l'activité économique se contracterait durant les trois premiers trimestres de 2018 (en glissement annuel) et la croissance du PIB ressortirait de -0,3% en moyenne annuelle. Enfin, le S3 n'offrirait pas une reprise de l'activité économique avant 2019. En moyenne annuelle, le PIB réel mexicain augmenterait de 1,1% en 2017 et se contracterait de 0,5% en 2018.

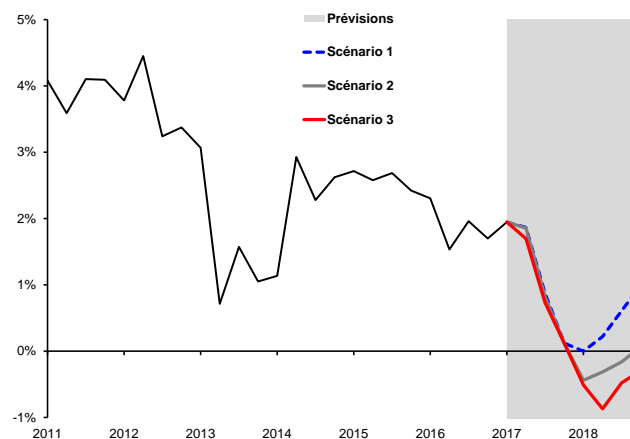
## Hypothèses sur les variables explicatives

|                   | Y_US | IR_US10 | Spread | RER | IR_MEX |
|-------------------|------|---------|--------|-----|--------|
| <b>Scénario 1</b> |      |         |        |     |        |
| 2017 T1           | 2,2  | 2,6     | 232    | 729 | 6,8    |
| 2017 T2           | 2,4  | 2,8     | 232    | 729 | 7,8    |
| 2017 T3           | 2,2  | 2,9     | 232    | 656 | 8,0    |
| 2017 T4           | 2,4  | 3,0     | 232    | 656 | 8,0    |
| 2018 T1           | 2,6  | 3,2     | 232    | 656 | 8,0    |
| 2018 T2           | 2,8  | 3,3     | 232    | 656 | 8,0    |
| 2018 T3           | 2,8  | 3,4     | 232    | 656 | 8,0    |
| 2018 T4           | 2,9  | 3,5     | 232    | 656 | 8,0    |
| <b>Scénario 2</b> |      |         |        |     |        |
| 2017 T1           | 2,2  | 2,6     | 232    | 729 | 6,8    |
| 2017 T2           | 2,4  | 2,8     | 232    | 729 | 7,8    |
| 2017 T3           | 2,2  | 2,9     | 280    | 510 | 8,0    |
| 2017 T4           | 2,4  | 3,0     | 280    | 510 | 7,8    |
| 2018 T1           | 2,6  | 3,2     | 280    | 510 | 7,5    |
| 2018 T2           | 2,8  | 3,3     | 280    | 510 | 7,5    |
| 2018 T3           | 2,8  | 3,4     | 280    | 510 | 7,5    |
| 2018 T4           | 2,9  | 3,5     | 280    | 510 | 7,5    |
| <b>Scénario 3</b> |      |         |        |     |        |
| 2017 T1           | 2,2  | 2,6     | 232    | 729 | 6,8    |
| 2017 T2           | 2,0  | 2,8     | 232    | 729 | 7,8    |
| 2017 T3           | 1,9  | 2,9     | 280    | 510 | 8,0    |
| 2017 T4           | 2,1  | 3,0     | 280    | 510 | 7,8    |
| 2018 T1           | 2,2  | 3,0     | 280    | 510 | 7,5    |
| 2018 T2           | 2,3  | 3,0     | 280    | 510 | 7,5    |
| 2018 T3           | 2,3  | 3,0     | 280    | 510 | 7,5    |
| 2018 T4           | 2,1  | 3,0     | 280    | 510 | 7,5    |

Tableau 2

Source : BNP Paribas

## Projections de croissance du PIB mexicain



Graphique 1

Source : BNP Paribas