

Mexique: l'arrimage aux Etats-Unis en question

Sylvain Bellefontaine & Tarik Rharrab

Pays d'Amérique latine en Amérique du nord, le Mexique occupe une place à part sur le continent. Il est en première ligne face au virage protectionniste et anti-immigration de la nouvelle administration américaine. Doté de fondamentaux macroéconomiques globalement solides, le Mexique souffre d'une croissance économique décevante et dont les perspectives se sont détériorées. Le défi imposé par Donald Trump contraint le Mexique à redéfinir son modèle économique, s'affranchir de sa dépendance vis-à-vis des Etats-Unis et renforcer sa productivité en intégrant davantage les chaînes de valeur mondiales.

La montée des populismes et le rejet de la mondialisation s'enracinent dans les pays développés. L'élection de Donald Trump et le Brexit semblent sonner le glas de la coopération internationale multilatérale et de son « carcan institutionnel et réglementaire », au profit du bilatéralisme. A l'inverse de l'orientation toujours libre-échangiste de la politique commerciale britannique prônée par Theresa May, celle des Etats-Unis de Donald Trump est clairement protectionniste. La remise en cause des règles régissant les relations commerciales internationales par leurs principaux instigateurs constitue une source d'incertitude et d'inquiétude majeure. Le Mexique est en première ligne compte tenu de sa dépendance aux Etats-Unis et de son ouverture économique et financière, fondements de son modèle économique.

En dépit de fondamentaux macroéconomiques globalement solides, le pays est exposé aux chocs externes et au retournement du sentiment des investisseurs étrangers. Le Mexique a tissé un important réseau d'accords commerciaux avec plus de 40 pays, dont le principal est l'Accord de libre-échange nord-américain (Aléna ou Nafta) signé en 1994. Ses exportations représentent aujourd'hui 34% du PIB contre 14% en 1994, dont 75% de produits manufacturés (un tiers pour la seule industrie automobile) à travers une chaîne de valeur très intégrée avec les Etats-Unis (81% de ses exportations). Les contrôles de capitaux ont été entièrement levés. Une des rares devises émergentes convertibles, le peso mexicain (MXN) est aussi l'une des plus échangées sur les marchés financiers, et les investisseurs étrangers sont très présents sur les marchés actions et obligataires locaux.

Cet article revient sur la trajectoire macroéconomique du Mexique depuis son entrée dans l'Aléna, avant d'aborder la nouvelle donne économique et commerciale américaine et ses conséquences pour l'économie mexicaine.

Une croissance d'économie développée pour un pays toujours émergent

Une croissance économique décevante

Fort des réformes économiques structurelles (finances publiques, politique monétaire, secteur financier) menées après la crise dite « Tequila » de 1994-1995 et de son appartenance à l'Aléna, le Mexique a abordé les années 2000 en leader latino-américain. L'éclatement de la bulle Internet, les attentats de New York, la concurrence internationale exacerbée par l'entrée de la Chine dans l'OMC en 2001 et la fin des accords multifibres en 2005 ont marqué la fin d'un cycle de cinq années de croissance économique exceptionnelle de 5,5% en moyenne. Depuis lors, les performances économiques du Mexique ont déçu. La croissance du PIB réel n'a pas dépassé 2,5% en moyenne entre 2003 et 2015, tirant la moyenne des pays d'Amérique latine vers le bas (3,3%), loin de celle des quarante principales économies émergentes (6%).

Le pays a subi un sévère coup d'arrêt lors de la crise financière de 2008 avec une récession de 4,7% en 2009. Cette année-là a été marquée par un recul des exportations de près de 12% et un effet d'entraînement

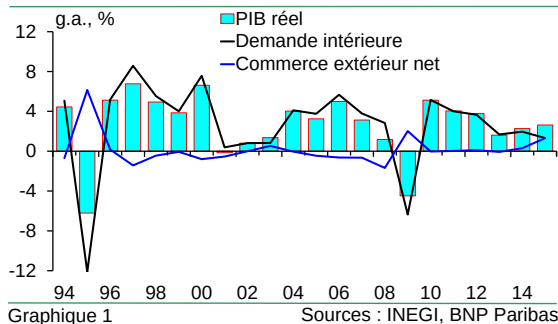


important sur la demande interne (-6,2%). Atelier et variable d'ajustement du marché américain, l'économie mexicaine a détruit 570000 emplois formels en quelques mois, pour les restaurer dès 2010, preuve d'une grande flexibilité du secteur exposé des *maquiladoras*. Le ralentissement des investissements directs étrangers (USD 26 mds de flux entrants bruts par an entre 2006 et 2015 dont la moitié en provenance des Etats-Unis) et des transferts des quelque 30 millions de descendants d'origine mexicaine vivant aux Etats-Unis (USD 24 mds par an en moyenne) ont aussi lourdement pesé sur la FBCF (formation brute de capital fixe) et la consommation des ménages mexicains en 2009.

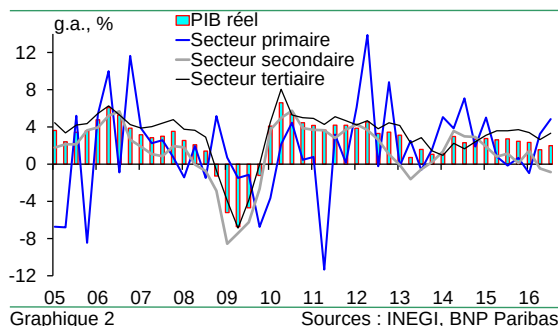
Par la suite, le Mexique a moins bénéficié du rapide rebond des prix des matières premières – malgré un potentiel pétrolier important – et du dynamisme de l'Asie, Chine en tête, que les économies sud-américaines. Faute de moyens financiers et techniques (explorations en eaux profondes et hydrocarbures non conventionnels) de Pemex, monopole public depuis 1938, la production pétrolière a reculé de 35% depuis le pic de 2004, dont 10% depuis la chute du cours du pétrole en 2014. Avec une production de 2,2 millions de barils par jour, le Mexique pointe désormais au 12^e rang mondial (5^e en 2004).

Toutefois, le pays a réussi à regagner des parts de marché aux Etats-Unis à partir de 2009 (13,6% à mi-2016 contre 10,4% en 2008) grâce notamment au regain de compétitivité-coût vis-à-vis de la Chine (faiblesse du peso, coûts de main d'œuvre inférieurs depuis 2011 et faibles coûts de transport). Les exportations en volume ont crû fortement en 2014-2015 (+7% et +9% respectivement). Le Mexique génère un surplus commercial avec les Etats-Unis de près de USD 70 mds. Il a attiré de nouveaux investisseurs européens et asiatiques, malgré l'environnement des affaires difficile et l'affaiblissement de l'état de droit (violence, lutte contre/entre les cartels de la drogue, corruption) dans certaines régions industrielles du nord du pays. Le Mexique a aussi bénéficié de transferts de technologies dans des secteurs à plus forte valeur ajoutée que l'assemblage automobile ou l'électronique, tel que l'aéronautique, et de nombreux *clusters* ou pôles de compétitivité se sont développés.

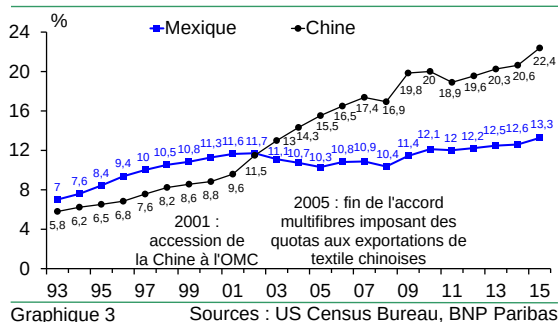
Croissance du PIB réel et composantes de la demande



Croissance du PIB réel et composantes de l'offre



Parts de marché dans les importations des Etats-Unis



Attendues de longue date, les réformes structurelles dans les domaines de l'énergie, de la concurrence, des télécommunications, de la fiscalité, du marché du travail, de l'éducation et des services financiers lancées par l'administration Peña Nieto (2012-2018) devaient libérer le potentiel de croissance du Mexique à partir de 2015. L'objectif initial du gouvernement d'atteindre une croissance du PIB supérieure à 5% – l'ouverture en cours du marché énergétique aux *majors* internationales devant à elle seule générer 1 point de pourcentage de croissance supplémentaire – apparaissait très ambitieux sans un effort d'investissement d'au moins 6,5% par an et d'importants progrès techniques induits par les réformes. Franchir le cap de 4% en moyenne jusqu'en 2018 semblait alors plausible (cf. Conjoncture de mai 2014 : « Amérique latine : trajectoires divergentes »).

Las, la volatilité financière sur les marchés émergents (inquiétudes sur la Chine, montée des risques géopolitiques, vicissitudes des politiques monétaires des pays développés, notamment celle de la Fed), le ralentissement de l'économie américaine, ainsi que la politique budgétaire mexicaine plutôt restrictive face à la baisse du prix du pétrole ont pesé sur l'activité économique en 2016. La croissance du PIB est attendue autour de 2% en moyenne pour l'année qui vient de s'achever.

Une absence de rattrapage et de convergence au sein de l'Aléna

Jusqu'à présent, l'Aléna n'a pas généré tous les gains escomptés de la convergence économique et du rattrapage entre le Mexique d'un côté et les Etats-Unis et le Canada de l'autre. Ironiquement, il faut rappeler que l'histoire ne s'était pas engagée sous les meilleurs auspices, puisque la libéralisation économique et financière et l'afflux de capitaux à partir de la fin des années 80 furent des vecteurs de la crise mexicaine de 1994-1995.

L'accès privilégié au marché nord-américain a eu un effet positif sur les créations d'emplois directes et indirectes au Mexique. En vingt ans, l'économie mexicaine a créé huit millions d'emplois formels. Les secteurs exportateurs (industrie manufacturière et une

partie du secteur agricole) représentent aujourd'hui 29% de l'emploi formel dont 16% pour la seule industrie manufacturière, un poids relativement stable sur la dernière décennie.

Pour autant, la croissance annuelle moyenne du PIB réel n'a été supérieure que de 0,3 point de pourcentage par rapport à celle des Etats-Unis depuis 2001. Dans le même temps, la croissance démographique est restée très dynamique (1,2% contre 0,9% aux Etats-Unis). Ceci s'est traduit par une stagnation du niveau relatif de PIB par habitant (en parité de pouvoir d'achat) à seulement 32% de celui des Etats-Unis depuis vingt ans (identique à celui des années 1950), alors que ce ratio avait grimpé à 46% à l'aube de la crise de la dette en 1982.

Cette trajectoire reflète l'absence de gains de productivité absolus et relatifs du Mexique. Selon les données du Conference Board, l'écart de productivité s'est nettement creusé au détriment du Mexique au cours des trois dernières décennies. Alors que la productivité horaire a progressé de 65% en trente ans aux Etats-Unis, elle a stagné au Mexique. La productivité horaire relative entre les deux pays est ainsi passée de 57% en 1982 à seulement 31% en 2015 (stable depuis 2011 après une chute brutale en 2008-2010), l'écart en terme de productivité par travailleur demeurant moindre compte tenu d'une durée moyenne de travail supérieure de 20% au Mexique. La productivité globale des facteurs de production a diminué de 1% par an au Mexique depuis 2001 (+0,2% aux Etats-Unis) soulignant le fossé qui perdure entre les deux voisins en matière de progrès technique (innovation, R&D, qualité du capital humain).

Reflète de cette faible productivité, les salaires réels ont stagné, contraignant le pouvoir d'achat des ménages et donc le dynamisme de la consommation privée. Le secteur bancaire, conservateur et détenu largement par des banques internationales depuis la crise de 1994-1995, n'a pas pleinement rempli son rôle dans le financement de l'économie, notamment pour l'investissement des entreprises. Le taux de pénétration du crédit au secteur privé atteint péniblement 20% du PIB. Enfin, la maîtrise des dépenses publiques, rendue nécessaire par la faiblesse de la base fiscale et la baisse des recettes liées



au pétrole (d'un tiers des recettes totales à moins de 20% désormais), a entravé l'investissement public (éducation, santé, infrastructures). Finalement, la dualité de l'économie (secteurs exportateurs vs. domestiques, travail formel vs. informel qui représente presque 60% de l'emploi total) a nourri de fortes inégalités, bien que l'extrême pauvreté soit faible et le taux de chômage officiel (3,7%) bas même s'il ne reflète que partiellement la situation du marché du travail.

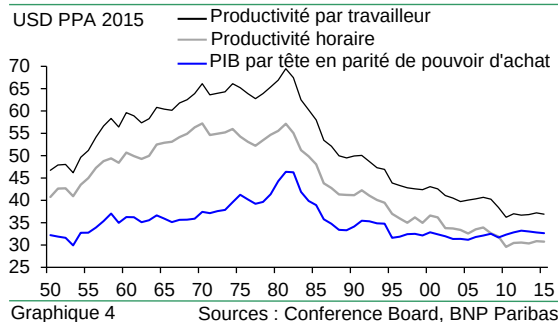
Une certaine autonomisation du régime de croissance

Les cycles économiques du Mexique et des Etats-Unis sont très synchronisés. On observe cependant un affaiblissement de la corrélation entre les taux de croissance tendancielle du PIB (moyenne mobile sur cinq ans) du Mexique et des Etats-Unis depuis la crise financière, tandis que la corrélation entre croissance des exportations mexicaines et croissance des importations américaines est restée très élevée. Plus volatile mais relativement proche, en moyenne, de celle des Etats-Unis jusqu'en 2008, la croissance mexicaine a connu, depuis, un rythme supérieur de près d'un point de pourcentage à celle des Etats-Unis, même si cet écart s'est réduit depuis deux ans.

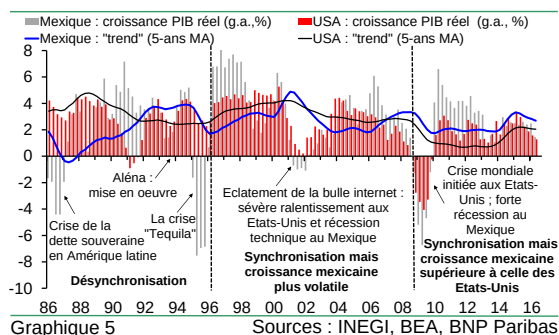
En dépit des contraintes évoquées plus haut, une certaine autonomisation du régime de croissance mexicain s'est opérée sur la période récente. La tertiarisation de l'économie (62% du PIB en 2016) à travers le dynamisme du secteur des services (+3,7% en moyenne annuelle depuis 2010) a constitué un solide relais de croissance interne. Dans le même temps, la production industrielle (secteurs manufacturier, minier et de la construction) n'a progressé que de 2% et a ralenti graduellement depuis 2014, pénalisée principalement par le secteur pétrolier et, dans une moindre mesure, la construction.

Le Mexique bénéficie d'un marché intérieur important de 120 millions d'habitants, dont les trois-quarts appartiennent à la classe moyenne selon une définition absolue (revenu disponible compris entre USD 10 et USD 100 en PPA par jour). Or, la consolidation de la classe moyenne d'un pays constitue traditionnellement un facteur de renforcement de la demande interne et est synonyme de nouveaux modes de consommation (services, loisirs).

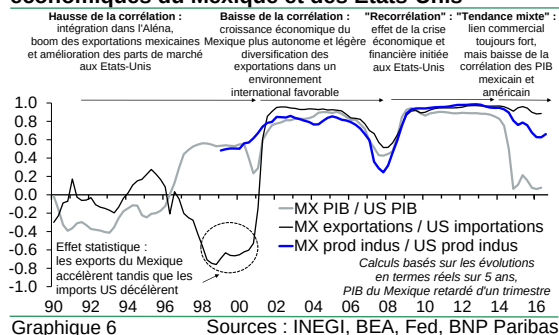
Productivité et richesse relatives Mexique/Etats-Unis



Synchronisation des cycles économiques



Coefficient de corrélation entre les performances économiques du Mexique et des Etats-Unis



Bien entendu, l'effet d'entraînement du secteur exportateur à l'ensemble de l'économie a continué à jouer un rôle important. Mais d'un point de vue strictement comptable, la contribution nette du secteur extérieur à la croissance du PIB est structurellement négligeable (sauf en 2015). L'explication se trouve dans la forte intégration de la chaîne de production au sein de l'Aléna liant le dynamisme des exportations en volume à celui des importations, notamment en biens intermédiaires et d'équipement. Ceci implique une incapacité du Mexique à générer des surplus commerciaux (autres que celui avec les Etats-Unis), d'autant plus que la balance pétrolière est devenue déficitaire, le pays exportant du brut et important des produits raffinés et dérivés plus chers.

La volonté des autorités de diversifier les marchés d'exportation (Amérique latine, Europe, voire Asie) se heurte à la force d'attraction (réciproque) des Etats-Unis. Le Mexique reste enfermé dans son modèle économique d'atelier de la première économie mondiale dont la croissance potentielle a ralenti depuis la crise financière d'environ 2,5%, à 1,8% selon le CBO (Congressional Budget Office).

Il est encore difficile d'apprécier l'effet sur la croissance économique mexicaine des réformes mises en place et en cours. Selon les estimations préliminaires, les réformes du travail et du secteur financier devaient générer conjointement un surplus de croissance potentielle d'environ 0,5 point de pourcentage à cinq ans à partir de 2015, auquel s'ajouterait l'effet attendu de l'ouverture en cours du secteur énergétique aux investisseurs étrangers. Le quatrième appel d'offres – le premier pour des gisements d'hydrocarbures en eaux profondes très prometteurs – a eu lieu début décembre 2016, et six autres pourraient suivre dans les prochaines années.

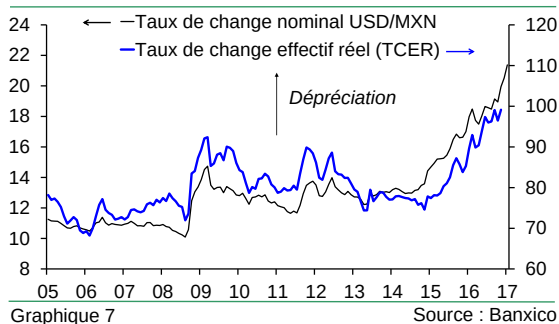
Surtout, la rhétorique et les premières mesures protectionnistes et anti-immigration du président Donald Trump constituent une source d'incertitude et d'inquiétude majeure pour le Mexique.

La nouvelle donne américaine

Le poids des mots et des premiers actes symboliques

Entre effets d'annonce et incertitudes fortes, l'élection du nouveau président des Etats-Unis a généré un choc de confiance positif (plutôt inattendu) aux Etats-Unis et négatif (attendu) au Mexique. Les marchés d'actions américains anticipent une accélération de la croissance économique et de l'inflation qui, combinée avec l'allègement de la fiscalité sur les entreprises, compenserait la hausse des taux d'intérêt (durcissement de la Fed, anticipation de déficits budgétaires plus élevés). D'après l'enquête mensuelle de l'Université du Michigan, le moral des ménages a atteint en janvier un point haut depuis treize ans. A l'inverse, la remontée des taux d'intérêt et l'appréciation du dollar ont pesé lourdement sur le Mexique. La dépréciation du peso mexicain (MXN) face au dollar s'était amorcée début mai 2016, après l'abdication des principaux rivaux de Donald Trump à l'investiture républicaine. Elle a atteint 12% depuis l'élection du 8 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 155 pb au 3 février. L'indice général actions de la Bourse de Mexico s'est aussi repris, mais il perd toujours 3% en monnaie locale et 13% en dollar US sur trois mois. Quant aux rendements obligataires domestiques à 5 ans, ils ont pris 130 pb sur la période à 7,15%.

Taux de change



La multiplication des décrets présidentiels (*executive orders*) depuis l'investiture du 20 janvier montre que Donald Trump souhaite rapidement tenir ses promesses de campagne. L'enterrement du Partenariat Transpacifique (TPP), soutenu par le parti républicain mais non ratifié, en est le premier symbole.

En attendant la renégociation, voire l'abrogation, de l'Aléna, le président Trump menace d'instaurer une taxe douanière (un taux de 20% est évoqué) sur les importations mexicaines, pour que les entreprises américaines maintiennent ou relocalisent leurs activités sur le territoire national. 75% des 500 plus grandes entreprises américaines et des milliers de PME sont installées au Mexique. Le secteur automobile est le premier concerné puisque près de 20% de la production nord-américaine de GM et 13% de celle de Ford sont localisés au Mexique. Ford a ainsi annoncé début janvier l'abandon d'un projet d'investissement de USD 1,6 md dans une nouvelle usine au Mexique, dont USD 700 millions seraient réalloués à une usine du Michigan avec à la clef la création de 700 emplois. Le groupe Fiat Chrysler a annoncé qu'il pourrait se retirer du Mexique en fonction du niveau des taxes à l'importation. Dans le même temps, GM va délocaliser la production de l'un de ses modèles du Canada vers l'un de ses sites au Mexique.

Les décrets portant sur les restrictions à l'immigration (dont la légalité constitutionnelle fait débat) et l'édification d'un mur à la frontière avec le Mexique (dont le cadre légal est en place depuis dix ans mais le coût prohibitif) marquent clairement la volonté de la nouvelle administration de restreindre la libre circulation des personnes mais aussi celle des biens. Des mesures réglementaires et fiscales contraignant les transferts d'argent vers le Mexique (*remesas*) et le renforcement des contrôles du statut des personnes à l'origine de ces transferts sont aussi envisagés.

La doctrine Trump face à la réalité économique

Les chiffres de la croissance économique et du déficit commercial pour le T4 2016 aux Etats-Unis confortent la vision de la nouvelle administration américaine : le commerce extérieur a contribué négativement (-1,7 point en première estimation) à la

croissance du PIB. Malgré la vigueur de la consommation et de l'investissement en fin d'année, 2016 marque un fort ralentissement de la croissance du PIB à 1,6% en moyenne annuelle et la deuxième plus médiocre performance depuis la sortie de récession.

Donald Trump a su capter l'électorat ouvrier de la *Rust Belt* (ceinture de la rouille) sur fond de désindustrialisation, paupérisation et déclassement social. Se présentant comme le chantre du « Made in USA », il projette de créer 25 millions d'emplois en quatre ans. Or, au cours des quatre dernières années, le marché du travail pourtant particulièrement dynamique n'en a créé « que » 10 millions, portant le taux de chômage de 8,1% à 4,7%. Un taux de chômage au sens large (sous-emploi compris) deux points de pourcentage supérieur à son niveau record de 2000 (7%), une absence de pression sur les salaires et une inflation toujours en ligne avec la cible de la Fed (malgré l'accélération en janvier soutenue par la hausse des prix de l'énergie) indiquent que l'économie n'est pas encore en situation de plein emploi ni en haut de cycle conjoncturel. Toutefois, même avec une croissance de la population active d'environ 2 millions de personnes par an et le plus fervent des patriotismes économiques, l'objectif de créations d'emplois de Donald Trump apparaît utopique, à moins de recourir massivement à l'immigration. A ce titre, le plan de relance des infrastructures pourrait soutenir les créations d'emplois dans la construction, gros employeur de travailleurs immigrés, notamment mexicains. C'est le même constat dans le secteur agricole et agroalimentaire qui pourrait être, avec le secteur industriel, au cœur de la renégociation de l'Aléna.

Près de cinq millions d'emplois américains dépendent du commerce avec le Canada et le Mexique. Pour chaque dollar exporté par les *maquiladoras* mexicaines, les *inputs* (consommations intermédiaires) en provenance des Etats-Unis ne représentent pas moins de 40 cents. De plus, la hausse des tarifs douaniers induirait une augmentation des prix à l'importation qui, en l'absence de biens substituables « made in USA » compétitifs, rognerait *in fine* le pouvoir d'achat des consommateurs américains.



Les garde-fous institutionnels et juridiques et les contre-pouvoirs

Confrontée au principe de réalité et à des garde-fous institutionnels importants (séparation des pouvoirs et prérogatives importantes du Congrès, de la justice et des Etats), la nouvelle administration américaine aura besoin du soutien de la majorité républicaine au Congrès pour appliquer son programme. Le projet de baisse massive de l'impôt sur les sociétés est largement soutenu par le camp républicain. Mais la doctrine dominante défendue par l'influent président de la Chambre des représentants Paul Ryan demeure libre-échangiste et anti-étatiste. Elle s'accommode donc mal du virage protectionniste et de la relance de l'investissement fédéral en infrastructures (qui prendrait plutôt la forme d'un crédit d'impôt pour les entreprises) souhaités par Donald Trump. La renégociation de l'Aléna pourrait cependant apparaître aux yeux des parlementaires républicains comme une opportunité de renforcer les intérêts économiques des Etats-Unis. Face à cela, certains contre-pouvoirs puissants pourraient jouer un rôle important. Il s'agit principalement des groupes de pression (*lobbying*) de grandes entreprises et secteurs d'activité ayant un intérêt majeur au maintien du statu quo, et bien entendu du « quatrième pouvoir » à savoir la presse et les médias.

L'article 2205 de l'Aléna prévoit la possibilité d'une sortie unilatérale de l'un des signataires sur simple notification avec un préavis de six mois. Demeure cependant la question de la capacité juridique pour le président américain de prendre une telle décision par simple *executive order*, alors que l'article 1-8 de la Constitution des Etats-Unis stipule que les questions relatives au commerce international sont une prérogative du Congrès. Par ailleurs, le Mexique pourrait recourir à l'Organisation mondiale du commerce (OMC) si l'administration américaine décidait d'imposer des barrières tarifaires ou réglementaires discriminantes, proscrites par les traités commerciaux à travers la clause de la nation la plus favorisée (NPF).

Les perspectives économiques mexicaines

Le tableau dressé nous amène à envisager les conséquences concrètes que pourrait avoir la future politique économique et commerciale des Etats-Unis sur la performance de l'économie mexicaine. Pour ce faire, 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 l'activité économique au Mexique.

La spécification de notre modèle est la suivante ¹ :

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

avec Δy_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, Δy_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.



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

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) :

1. 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.

2. 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.

3. 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.

Hypothèses sur les variables explicatives

	Y_US	IR_US10	Spread	RER	IR_MEX
Scénario 1					
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
Scénario 2					
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
Scénario 3					
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

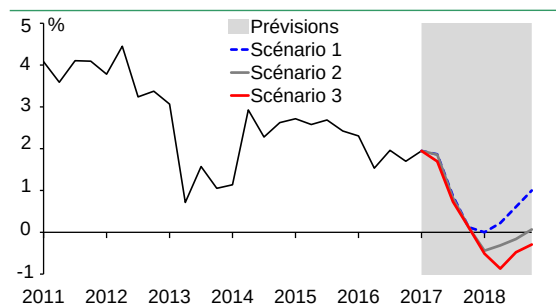
Source : BNP Paribas

Nous concluons (cf. graphique 8) 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.

Projections de croissance du PIB réel du Mexique



Quoi que décident les Etats-Unis, et même si la matérialisation des changements d'orientation politique en cours devrait prendre plusieurs mois voire 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 de support de l'activité économique dans l'attente d'une concrétisation des mesures de rétorsions commerciales américaines.

A plus long terme, l'ampleur potentielle du virage économique, commercial et diplomatique opéré par les Etats-Unis au cours des quatre prochaines années inquiète quant à la trajectoire du Mexique. Desservi par ses avantages comparatifs et compétitifs qui l'ont enfermé dans un rôle d'atelier des Etats-Unis, celui-ci doit redéfinir son modèle économique, s'affranchir de sa dépendance vis-à-vis de son voisin du nord et renforcer sa productivité en intégrant davantage les chaînes de valeur mondiales. A ce titre, l'accélération des négociations commerciales entre le Mexique et l'Union européenne doit être considérée comme de bon augure.

Le reniement des principes d'ouverture, qui ont façonné l'identité et fait la richesse des Etats-Unis, n'est probablement pas la panacée aux maux économiques et sociaux dont souffre le pays. Le Mexique apparaît comme une victime expiatoire et collatérale de la politique économique et commerciale prônée par la nouvelle administration américaine. 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 1,5% dans la dernière enquête de janvier, et de 2,8% à 2,1% pour 2018.

Achevé de rédiger le 8 février 2017
sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

REFERENCES

FMI : Mexico Country Report No. 15/314, *Selected issues: trade and financial spillovers to Mexico*, pages 11 à 23 (Novembre 2015)

Jean-Baptiste Gossé, Cyriac Guillaumin : *Christopher A. Sims et la représentation VAR* (2011)

Gilbert Colletaz : *Les processus VAR* (2013)

S. Ouliaris, A.R. Pagan et J. Restrepo : *Quantitative Macroeconomic Modeling with SVAR – An EViews Implementation* (Septembre 2016)

NOTE

¹ Considérant que la crise de 1994-1995 et l'entrée en vigueur de l'Aléna marquent une rupture structurelle pour l'économie mexicaine, nous avons calibré notre modèle sur la période T1 2000- T4 2016 (données trimestrielles) afin d'évacuer l'effet de mémoire (persistance des phénomènes passés).

Nous considérons un processus $VAR(p)$ à n variables :

$$Y_t = \Phi_0 + \Phi_1 Y_{t-1} + \Phi_2 Y_{t-2} + \dots + \Phi_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Où p^* est le nombre optimal de retards et ε_t un bruit blanc

L'équation (1) peut se réécrire : $\Phi(L)Y_t = \Phi_0 + \varepsilon_t$ (2)

avec L l'opérateur retard, I_d matrice identité, $\Phi(L) = I_d - \sum_{i=1}^p \Phi_i L^i$

Sous l'hypothèse de stationnarité, le théorème de Wold nous permet de réécrire le processus VAR sous la forme moyenne mobile infinie ($VMA(\infty)$) :

$$Y_t = \sum_{j=0}^{\infty} \psi_j \varepsilon_{t-j} = \Psi(L)\varepsilon_t \quad (3) \quad \text{avec } \Psi(L) = \sum_{j=0}^{\infty} \psi_j L^j, \psi_0 = I_d \text{ et } \varepsilon_t \text{ représente le vecteur}$$

des chocs du processus.

A partir de l'équation (3) nous pouvons déterminer l'effet des chocs ε_t sur les variables endogènes.

Et donc :

$$\psi_{h(i,j)} = \frac{\partial Y_{i,t+h}}{\partial \varepsilon_{j,h}} \quad (\psi_{h(i,j)} \text{ est la dérivée partielle de } Y_{i,t+h} \text{ par rapport à } \varepsilon_{j,h})$$

$\psi_{h(i,j)}$ est l'estimation de l'impact d'un choc ε_j à la date t sur la variable Y_i pour les h périodes suivant le choc.

* Le choix du nombre p de retards qui minimise les critères Akaike (AIC) et Schwarz (SC) défini comme suit :

$$AIC(p) = \log[\det \hat{M}] + \frac{2}{N} pk^2 \quad SC(p) = \log[\det \hat{M}] + \frac{\log(N)}{N} pk^2$$

Où k nombre de variables du système, N le nombre d'observations et $\hat{M}$ un estimateur de la matrice de variance-covariance des résidus.

Pour notre étude nous avons choisi 3 retards.



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33.(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33.(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**
Zone euro - Institutions et gouvernance européennes - Finances publiques

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**
France (réformes structurelles) - Banque centrale européenne

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Manuel NUNEZ**
Japon, Irlande - Projets

+33.(0)1.42.98.27.62

manuel.a.nunez@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**
Espagne, Portugal - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

+33.(0)1.55.77.71.89

catherine.stephan@bnpparibas.com

■ **Raymond VAN DER PUTTEN**
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33.(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**
Statistiques

+33.(0)1.43.16.95.56

tarik.rharab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33.(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33.(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33.(0)1.40.14.30.77

thomas.humbloit@bnpparibas.com

■ **Laurent NAHMIAS**

+33.(0)1.42.98.44.24

laurent.nahmias@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable

+33.(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

■ **Christine PELTIER**
Adjointe - Grande Chine, Vietnam - Méthodologie

+33.(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**
Afrique francophone

+33.(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**
Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale - Méthodologie

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Valérie PERRACINO-GUERIN**
Afrique anglophone et lusophone

+33.(0)1.55.77.80.60

valerie.perracino@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**
Moyen Orient, Balkans - Scoring

+33.(0)1.43.16.95.51

pascal.devau@bnpparibas.com

■ **Anna DORBE**
CEI, Europe centrale

+33.(0)1.42.98.48.45

anna.dorbec@bnpparibas.com

■ **Hélène DROUOT**
Asie

+33.(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**
Asie, Russie

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Alexandra WENTZINGER**
Amérique du Sud, Caraïbes

+33.(0)1.42.98.74.26

alexandra.wentzinger@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33.(0)1.42.98.05.71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements, ni le conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnées dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions pourront être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunérée au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp. Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application pour tablettes iPad et Android Eco News



<http://economic-research.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1 42 98 12 34

Internet : www.groupe.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef : William De Vijder
Achévé de rédiger : Février 2011



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change