

# Perspectives stratégiques

## Q2 2018

### Face à la montée des tensions commerciales, les pays ne réagiront pas à l'unisson

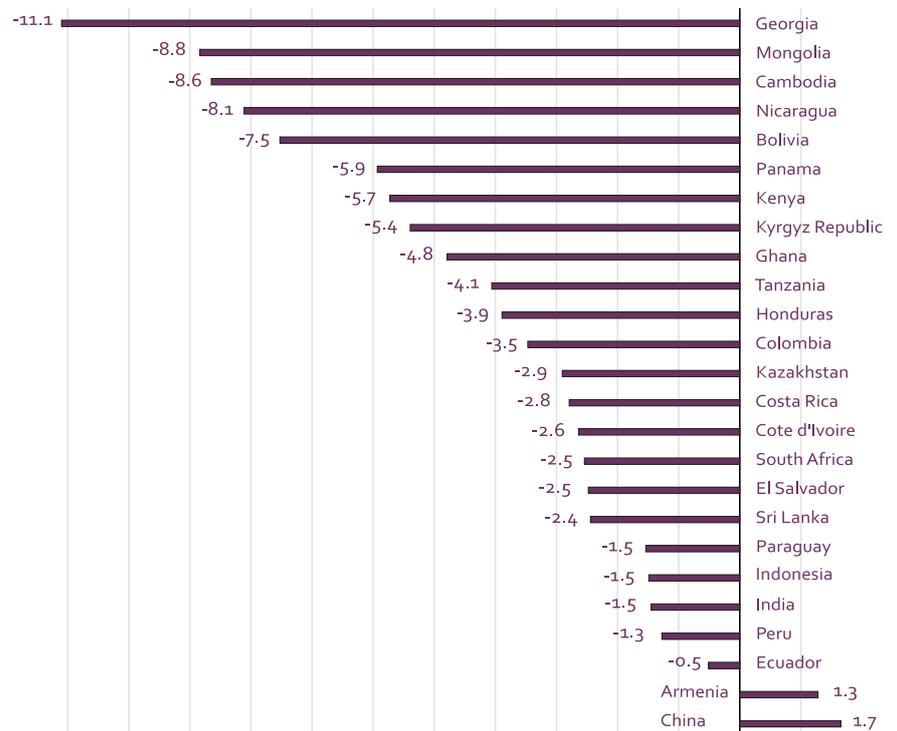
Publié trimestriellement par Symbiotics

Par David Grimaud, CFA  
Responsable allocation d'actifs

Les exigences des Etats-Unis quant à une redéfinition de leurs relations commerciales avec la Chine font planer l'ombre d'un retour du protectionnisme comme une menace sur l'économie mondiale depuis quelques mois. Si l'on admet généralement que les investissements d'impact et plus particulièrement la microfinance promeuvent l'essor des économies réelles locales, le risque de crédit sur ces investissements n'en demeure pas moins sensible au contexte macroéconomique et aux fluctuations sur les marchés des changes et de la dette. Il convient dès lors de s'interroger sur les capacités de résilience des principales destinations de ces investissements face à une possible contraction des échanges commerciaux.

En parcourant les statistiques économiques de pays émergents et frontières, l'analyse des balances des paiements et des niveaux d'exposition au commerce extérieur permet d'obtenir quelques pistes de réponses. La balance commerciale constitue un bon point de départ étant donné la sensibilité de ces pays à leur environnement externe. Il faut cependant nuancer le positionnement de la

Figure 1: Balance commerciale (% PIB)



Source: 2017, IHS, IMF

**Symbiotics**

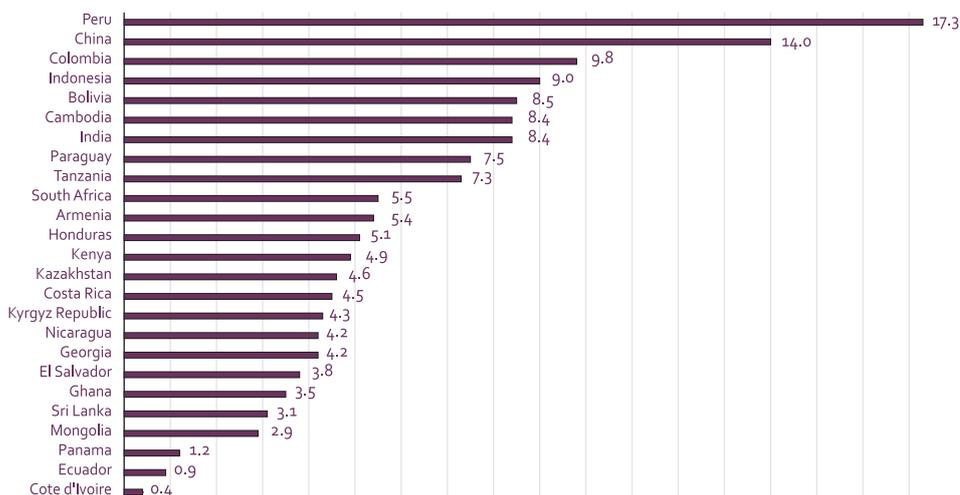
Rue de la Synagogue 31

1204 Geneva

t +41 22 338 15 40

[symbioticsgroup.com](http://symbioticsgroup.com)

Figure 2: Couverture des imports par les réserves de change (mois),



Source: IHS, IMF

balance commerciale avec la capacité du pays à emprunter sur le marché de la dette, à ouvrir son marché intérieur aux investissements étrangers et à puiser dans son stock de réserves de devises pour soutenir sa monnaie ou compenser les éventuels déficits.

Avec des réserves de change s'élevant à 2600 milliards de dollars et un excédent commercial de 1.7% de son PIB, la Chine a les moyens de défendre âprement ses intérêts face à la position américaine. Son niveau de couverture des imports par les réserves de devises autour de 14 mois et son faible taux d'endettement externe à 13% du PIB lui permettent plusieurs stratégies en cas de menace sur sa balance de paiements. Dans le contexte actuel de tensions avec les Etats-Unis, on ne peut d'ailleurs complètement ignorer, la possibilité que la Chine, par mesure de rétorsion, se déleste d'une partie de ses avoirs en obligations du Trésor américain. Etant donné les volumes en jeu, cela déstabiliserait fortement les marchés avec une hausse des taux sur la dette américaine, une hausse de la volatilité du dollar et des

répercussions sur les obligations des marchés émergents. Ce scénario n'a à ce stade que peu de chance de se réaliser car il requiert une escalade significative des tensions. Le climat actuel est plutôt à la conciliation, avec une Chine qui met en place les réformes pour ouvrir davantage son économie, et en particulier le secteur financier, aux investissements étrangers.

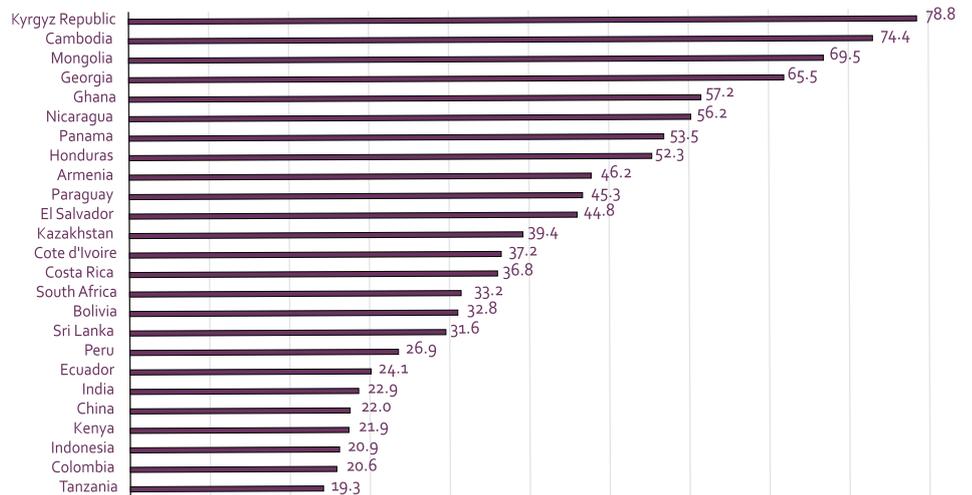
Parmi les pays voisins de la Chine recevant des flux importants d'investissements d'impact, la Mongolie accuse un déficit commercial de -8.8% du PIB et son endettement externe de 208% du PIB est très élevé. Les réserves de change, quant à elles, couvrent à peine 3 mois d'imports, ce qui ne laisse que peu de moyens à la Mongolie pour financer un éventuel creusement du déficit, surtout en cas de nouvelle crise du cuivre dont l'extraction constitue la première source de revenus. L'économie est fortement dépendante du commerce extérieur avec un ratio d'échange, soit la somme des volumes d'imports et d'exports rapportée au PIB, de 69.5% et de sa relation commerciale avec la Chine qui capte 85% des exports. Par ailleurs, la

Chine n'hésite pas à utiliser les taxes et les barrières commerciales pour faire pression sur ses voisins, ce qui rend l'environnement des relations commerciales externes moins prévisible à long-terme.

Plus au sud mais toujours dans la sphère d'influence chinoise, le Cambodge affiche également un déficit commercial élevé. Le pays bénéficie cependant d'une croissance économique qui s'appuie sur des investissements directs étrangers, notamment dans l'industrie textile, qui compensent en partie ce déficit. Bien que l'endettement externe soit important également (59% du PIB), le Cambodge dispose de réserves en devises qui lui permettraient une certaine résilience en cas de dégradation des termes de l'échange.

Ailleurs en Asie, une balance commerciale déficitaire n'induit pas nécessairement une conjoncture économique difficile. L'Inde et l'Indonésie illustrent bien ce cas de figure. Des niveaux de couverture des imports par les

Figure 3: Ratio du total d'imports et exports sur le PIB (%)



Source: 2017, IHS, IMF

réserve, entre 8 et 9 mois, ainsi que des ratios d'échange en dessous des 25%, leur offrent les moyens de résister en cas de creusement des déficits commerciaux qui pourraient être financés par les réserves de change ou par la levée d'emprunts.

L'Inde, l'Indonésie, le Cambodge, comme de nombreux pays d'Asie du sud et du sud-est, disposent d'une multitude de partenaires commerciaux, ce qui leur assure une très bonne diversification de leurs relations bilatérales et un positionnement favorable quant à l'absence de restrictions au commerce extérieur chez leurs partenaires commerciaux.

Dans le Caucase et en Asie centrale, les économies sont caractérisées par de fortes dépendances au commerce extérieur et aux flux de capitaux étrangers. L'Arménie dispose d'un stock de réserves ne couvrant que 5 mois d'imports et son taux d'endettement externe est élevé (81.4% du PIB). Son excédent commercial de 1.3% du PIB ne représente donc pas un gage d'immunité en cas de contraction des flux commerciaux. Néanmoins, sa relation commerciale forte avec la Russie

qui achète 24% des exports arméniens et la multitude de partenaires européens (Suisse, Bulgarie, Allemagne) permettent une meilleure résistance aux chocs éventuels qu'induirait de plus fortes tensions entre les Etats-Unis et la Chine.

A 11.1% du PIB, le déficit commercial de la Géorgie fragilise l'économie, par ailleurs, très dépendante du commerce extérieur. Une position de faiblesse confirmée par un niveau de couverture des imports de seulement 4 mois et une dette externe qui s'élève à 115% du PIB. Etant donné le niveau de dollarisation de l'économie, l'accroissement des emprunts représente la principale solution viable à moyen terme pour équilibrer la balance des paiements. Comme la Géorgie, le Kirghizstan est aussi fortement dépendant de son commerce extérieur et dispose d'un faible stock de réserves. Néanmoins, ces deux pays disposent d'un groupe diversifié de partenaires à l'export, parmi lesquels la Suisse, la Russie, le Kazakhstan ou la Turquie, sur lequel ils peuvent s'appuyer pour favoriser les investissements directs de long-terme dans l'économie locale.

Il est intéressant de noter qu'aucun pays d'Amérique latine ne figure en tête de liste des pays les plus exposés au commerce extérieur. Dans un contexte où les relations à l'export avec les Etats-Unis se tendent, cette capacité à se reposer sur le commerce interne permet une certaine résilience.

Avec des déficits commerciaux en deçà des 2%, le Pérou et le Paraguay présentent de bonnes capacités de résilience. Avec plus de 17 mois de couverture des imports, le Pérou dispose de réserves de change importantes ainsi que d'un endettement externe maîtrisé (34.5% du PIB). Le Paraguay est relativement moins bien positionné à cause d'un niveau de couverture des imports plus faible, un taux de dette externe plus élevé à 55.7% et surtout une plus grande exposition au commerce international avec un ratio d'échanges de 45.3% contre 26.9% pour le Pérou. Le Nicaragua, la Bolivie et le Panama ont les déficits commerciaux les plus élevés. Le Panama présente par ailleurs un endettement externe élevé (166% du PIB), ne laissant que peu de marge pour le financement du déficit, si ce n'est la négociation d'accords bilatéraux avec les Etats-Unis, le principal partenaire commercial.

L'Equateur présente quant à lui une situation singulière. Un faible niveau de déficit commercial qui s'explique par l'arrimage de l'économie au dollar pour éviter des dévaluations en cascade et une explosion de l'inflation. Son très faible niveau de réserves avec moins d'un mois de couverture des imports, due à la chute des prix du pétrole entre 2014 et 2016, ne laisse cependant au pays que peu de marge d'action en cas d'accroissement du déficit commercial.

En Afrique, le Kenya enregistre un déficit commercial de 5.7% du PIB avec des réserves couvrant environ 5 mois d'import. Pourtant le pays n'hésite pas à utiliser ses réserves pour garder le cours du shilling dans un couloir permettant de contenir l'inflation importée. Afin de maintenir cette politique, le pays emprunte donc régulièrement aux bailleurs externes. Le Kenya présente, avec la Tanzanie,

la particularité rare en Afrique de ne pas disposer d'industrie extractive exportatrice forte telle que le pétrole ou les minerais industriels, ce qui explique des ratios d'échange faibles, 19.3% pour la Tanzanie et 21.9% pour le Kenya, et donc des dépendances moins fortes au commerce extérieur.

Comme on peut le constater, les pays les plus vulnérables à une contraction du commerce international présentent des caractéristiques communes: une faible diversification de leurs partenaires commerciaux, des déficits commerciaux et des taux d'endettement externes élevés et dans certains cas, de faibles stocks de réserves de changes ou alors une forte dépendance au commerce extérieur en comparaison à la taille du PIB.

Lorsque, par manque d'investissements directs étrangers, ces pays doivent recourir à de la dette pour équilibrer leurs balances des paiements, il en résulte le plus souvent une augmentation des primes de risque qui se traduit par une pression à la hausse sur les taux de rendements de la dette et une couverture du risque de change plus onéreuse. Il leur faut donc mettre en place les réformes et les cadres leur permettant de diversifier leurs économies; des mesures qui leur offriraient le double bénéfice de multiplier les débouchés et donc les partenaires commerciaux, mais également d'attirer les investissements de long terme nécessaires au développement d'une économie interne génératrice d'emplois et d'une croissance économique plus stable et durable.

Avis de non-responsabilité: Ce document renferme uniquement des informations d'ordre général. Symbiotics ne fournit pas de conseils ou de services professionnels par le biais de ce document. Le contenu de ce document est fourni à titre indicatif dans le but d'élargir et d'approfondir la compréhension des investissements en microfinance. Ce document renvoie à quelques reprises à des chiffres et performances spécifiques; ces références sont faites à titre indicatif et ne constituent pas une sollicitation ou une recommandation d'achat ou de vente de produits ou de services d'investissement spécifiques. De la même façon, les informations et les opinions exprimées dans le texte proviennent de sources réputées fiables, ont été obtenues de bonne foi et reflètent l'avis des auteurs sur l'état du secteur, mais Symbiotics ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie, explicite ou implicite, quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Nous vous conseillons, avant de prendre une décision ou une mesure susceptible d'avoir des répercussions sur vos finances personnelles ou sur votre entreprise, de consulter un conseiller professionnel qualifié. Symbiotics décline toute responsabilité en cas de perte de quelque nature que ce soit subie par une personne se fiant à ce document. Il n'est pas destiné à la distribution, à la publication ou à l'utilisation dans une juridiction où cette distribution, publication ou utilisation serait illégale, et ne s'adresse pas non plus à une quelconque personne ou entité à qui il serait illégal de transmettre un tel document. Ce document ne peut pas être reproduit (en totalité ou en partie), transmis, modifié ou utilisé à des fins publiques ou commerciales sans l'autorisation écrite préalable de Symbiotics.