

Marché des changes en Afrique : où sont les pressions les plus fortes ?

26/03/2023

Confidentiel

Résumé

Depuis le milieu de l'année 2021, le dollar s'est apprécié face à la plupart des autres devises dans le monde, sous les effets conjugués d'une montée de l'aversion globale pour le risque, de meilleurs termes de l'échange aux États-Unis et le durcissement rapide de la politique monétaire américaine. Cette tendance à la hausse du dollar s'est traduite par une baisse de la plupart des devises émergentes. L'Afrique n'a pas fait exception : parmi les 54 pays de la région, seuls 5 ont vu leur devise s'apprécier face au billet vert en février 2023 sur un an.

L'ampleur de la variation des devises face au dollar a donc été très différente d'un pays à l'autre dans la région. Ces écarts de performances reflètent d'abord les structures économiques respectives des économies africaines : les pays exportateurs (importateurs) nets de matières premières ont bénéficié (souffert) d'une amélioration (détérioration) de leurs termes de l'échange. Plusieurs pays très vulnérables en matière d'endettement, dont certains en cours de restructuration de leur dette souveraine, ont aussi été pénalisés par une forte baisse de leur taux de change. Pour d'autres, les pressions à la baisse sur leur devise ont été compensées par des interventions des banques centrale sur le marché des changes. Celles-ci ont par exemple diminué de plus d'un quart sur un an au sein de l'UEMOA.

Afin de tenir compte de cette diversité des régimes de change et des différentes réactions face au choc, en incluant à la fois les variations du taux de change et celles des réserves de change, nous calculons pour les pays de la région un indice de pression sur le marché des changes incluant ces deux variables. Il permet de confirmer que les devises de beaucoup de pays ont subi des pressions à la baisse, au premier desquelles figurent le Ghana et l'Égypte puis, dans une moindre mesure, le Malawi, le Mozambique, le Kenya, l'Angola et la Tunisie. A l'autre bout de l'échelle, seuls deux pays ont connu de fortes pressions à la hausse sur leur devise : l'Algérie et la Libye.

1. Le dollar s'apprécie face à la plupart des devises depuis le milieu de l'année 2021

Entre le milieu de l'année 2021 et le mois d'octobre dernier, le dollar s'est apprécié face à la quasi-totalité des devises de pays avec un système de change flexible, au point d'atteindre un niveau jamais atteint depuis plus de vingt ans d'après l'indice de taux de change effectif calculé par la Banque des Règlements Internationaux. Il resterait cependant significativement moins élevé qu'au début des années 1980. S'il a ensuite perdu un peu

de terrain les quatre mois suivants, les risques de crise bancaire aux Etats-Unis et en Europe en mars l'ont conduit à se réapprécier un peu.

Plusieurs raisons expliquent cette forte appréciation du dollar. **D'abord, l'aversion au risque des investisseurs, dans un contexte mondial de forte incertitude économique a provoqué une dynamique de « flight to safety » sur les marchés financiers, ce qui a soutenu le dollar.** En effet, le billet vert, notamment en raison son statut de monnaie de réserve mondiale, est considéré comme un actif capable de protéger le patrimoine des investisseurs lorsque les marchés sont confrontés à des craintes exacerbées. De plus, le dollar est la monnaie de la plus grande économie du monde, qui, malgré la hausse des taux d'intérêts, semble être confrontée à moins d'incertitudes que les économies européennes très dépendantes du gaz et du pétrole russe.

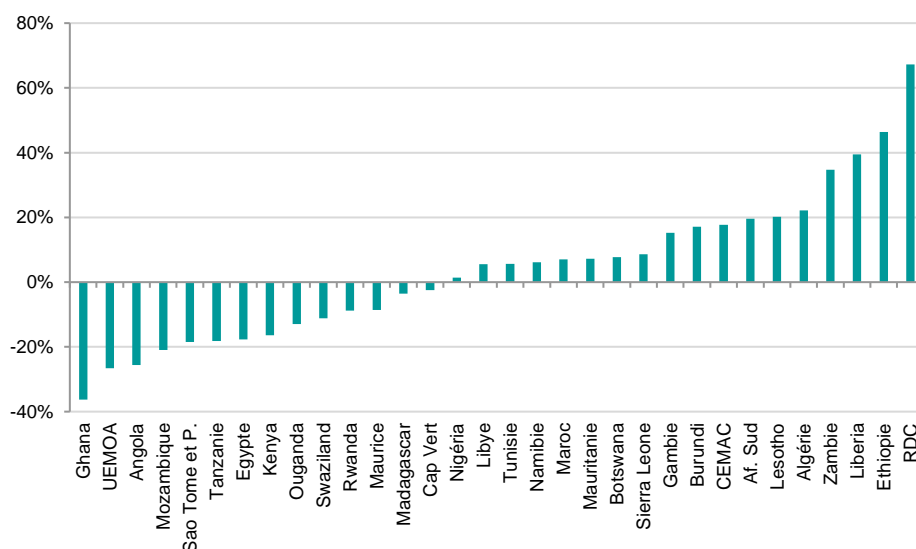
Ensuite, l'évolution des politiques monétaires constitue un autre facteur de l'appréciation du dollar, le durcissement effectué par la Réserve fédérale américaine (Fed) ayant été relativement plus important que celui effectué par les autres banques centrales. La FED est la banque centrale d'un pays développé qui a connu la plus grande augmentation de ses taux directeurs depuis début 2021, de 4,75 points de pourcentage. En comparaison, le taux de refinancement de la Banque Centrale Européenne a été rehaussé de 3,5 p.p. et celui de la Banque du Japon est resté stable à 0%. Par conséquent, cette hausse relative des rendements des actifs américains contribue à favoriser leur achat au détriment d'actifs étrangers, entraînant ainsi une appréciation du dollar.

Par ailleurs, la hausse récente des termes de l'échange des Etats-Unis - le rapport entre les prix des exportations et le prix des importations du pays – **a également contribué à l'appréciation du dollar.** Cette hausse indique en effet que le prix des exportations des Etats-Unis a augmenté plus vite que celui de ses importations. Cet effet prix entraîne est associé à une augmentation des recettes d'exportations et donc une demande de dollars plus élevée. Après avoir été quasi stables entre 2015 et 2020, **les termes de l'échange américains ont augmenté d'environ 10% au troisième trimestre 2022** (période du pic des prix des matières premières) par rapport même trimestre en 2020, reflétant la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie amorcée depuis 2021 et renforcée par le déclenchement du conflit en Ukraine. Les Etats-Unis sont en effet exportateur net de produits agricoles, en plus d'être devenu récemment exportateur net d'énergie, notamment grâce ses exportations de gaz naturel. Or, les cours mondiaux de ce type de produit ont beaucoup augmenté cette année.

2. Les devises de beaucoup de pays africains subissent des pressions à la baisse depuis l'année dernière

Cette tendance à la hausse du dollar s'est traduite par une baisse de la plupart des devises émergentes. L'Afrique n'a pas fait exception : parmi les 54 pays de la région, seuls 5 (dont le Nigéria et l'Algérie) ont vu leur devise s'apprécier face au billet vert en février 2023 sur un an. Et parmi les devises étant restées stables (en raison d'un régime de change fixe comme les zones franc) ou s'étant dépréciées, l'utilisation des réserves de change a dans certains cas permis de masquer au moins en partie les pressions à la baisse sur les devises. Comme le montre le graphique 1, la baisse des réserves de change a été particulièrement forte au Ghana, dans les pays de l'UEMOA, en Angola, au Mozambique, au Kenya, en Egypte ou encore en Tanzanie. A l'autre bout de l'échelle, d'autres pays sont au contraire parvenus à accumuler davantage de réserves de change dans ce contexte pourtant défavorable de hausse généralisée du dollar. Il s'agit principalement de pays exportateurs nets de matières premières ayant bénéficié de gains en matière de termes de l'échange, comme l'Algérie, la Zambie ou encore les pays de la zone franc d'Afrique centrale.

Graphique 1 : réserves de change (croissance annuelle, moyenne mobile entre mars 2022 et décembre 2022)



Source : GSA

Le choc sur le prix des matières premières a donc eu un impact direct sur les termes de l'échange des pays dépendants de leurs bénéficiaires. Face à la détérioration des termes de l'échange pour les pays importateurs de matières premières et aux pressions sur leurs devises, les autorités ont donc réagi de manière diverse : si beaucoup ont dû en permettre une dépréciation significative, ceux disposant d'un régime de change moins flexible se sont appuyés sur leurs réserves pour en soutenir la parité.

L'indice de pression des changes (EMPI), développé par Girton et Roper¹, permet de tenir compte de cette diversité des régimes de change et des différentes réactions face au choc, en incluant à la fois les variations du taux de change et celles des réserves de change. Il est calculé de la façon suivante :

$$EMPI_{i,t} = e_{i,t} - (\alpha/\beta) * r_{i,t}$$

Avec :

- $e_{i,t}$ = variation du taux de change,
- $r_{i,t}$ = variation des réserves de change,
- α = écart-type de la variation du taux de change,
- β = écart-type de la variation des réserves.

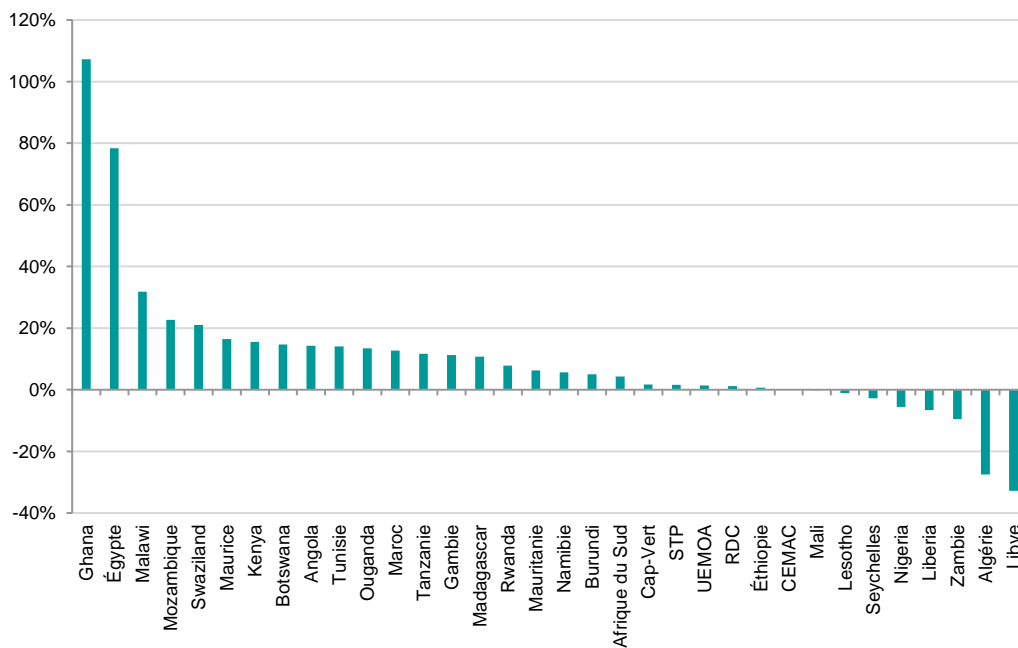
Nous avons calculé la valeur la plus récente (Graphique 2 et Carte 1) de cet indicateur ainsi que celle de fin 2021 (Carte 2). Pour les pays des zones monétaires (UEMOA et CEMAC), un score unique a été calculé à l'échelle de ces unions. Par ailleurs, pour les pays de la zone franc (UEMOA et CEMAC), São Tomé and Príncipe et le Cap Vert, la variation du taux de change face à l'euro a été retenue, car les devises respectives de ses pays/zones y sont ancrées. Par ailleurs, les variations de réserves ont été calculées avec des montants de réserve libellés en dollar, sauf pour la zone CEMAC et pour l'Ethiopie, pays pour lesquels les réserves de change étaient libellées en monnaie nationale.

¹ Girton, L., & Roper, D. (1977): "A Monetary Model of Exchange Market Pressure Applied to the Postwar Canadian Experience". The American Economic Review, 67(4), 537-548. <http://www.jstor.org/stable/1813387>

Les résultats indiquent de plus fortes pressions à la baisse en 2022 (carte 1) par rapport à 2021 (carte 2). Sans surprise associés à un risque de surendettement élevé ont subi des sorties de capitaux ayant exercé les pressions à la baisse les plus fortes : Ghana, Égypte, Malawi et, dans une moindre mesure, Kenya et Tunisie. **Il s'agit donc principalement de pays en train de restructurer leur dette souveraine (Ghana, Malawi) ou pour lesquels ce risque est élevé (Égypte, Kenya, Tunisie).** Dans le groupe des devises sous pression figurent aussi le Mozambique ou encore l'Angola (voir graphique 2). A l'autre extrême, les quelques pays ayant bénéficié de pressions haussières sur leur devise sont généralement des exportateurs de matières premières : Libye, Algérie, Zambie, Nigéria.

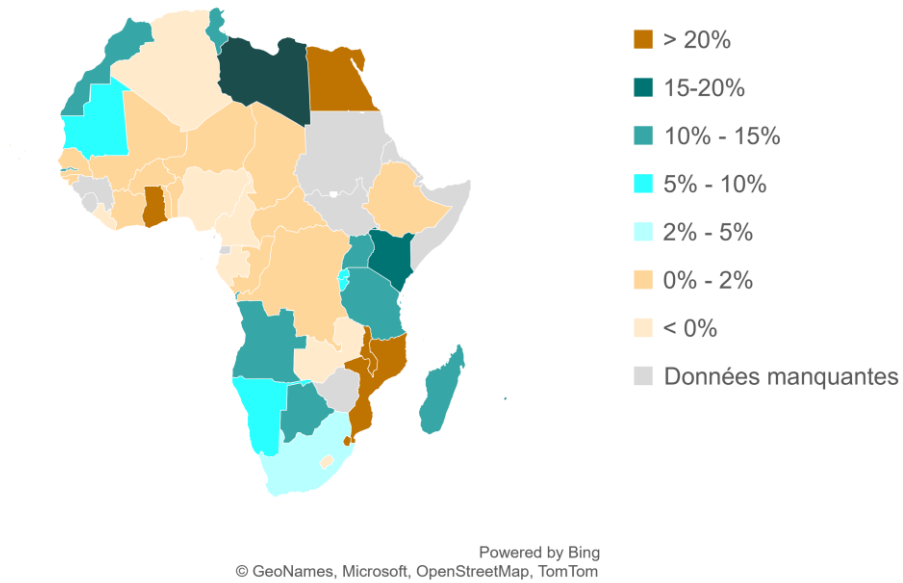
Notons enfin que dans le cas des zones monétaires (UEMOA et CEMAC), l'ampleur des pressions (à la hausse dans le cas de l'Afrique centrale et à la baisse pour l'Afrique de l'Ouest) est minoré par l'indicateur, qui donne par construction un poids plus aux variations de réserves lorsque l'écart type du taux de change est nul, ce qui est le cas dans une zone à régime de change fixe. L'évolution des réserves de change est donc une meilleure illustration des pressions sur l'évolution des pressions sur la devise dans ce cas précis.

Graphique 2 : indice de pression sur le marché des changes en 2022 (>0 : pressions baissières, (<0 : pressions haussières)



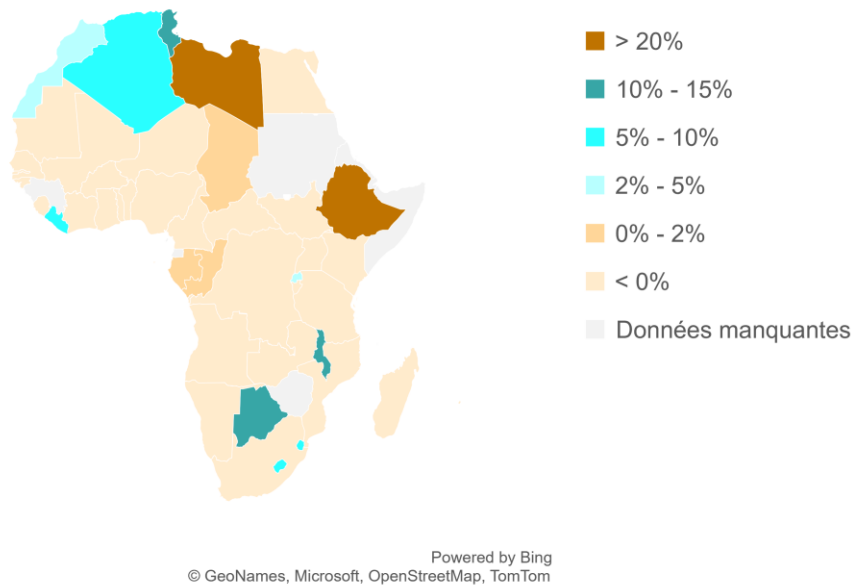
Source : GSA

Carte 1 : indice de pression sur le marché des changes en 2022 (>0 : pressions baissières, <0 : pressions haussières)



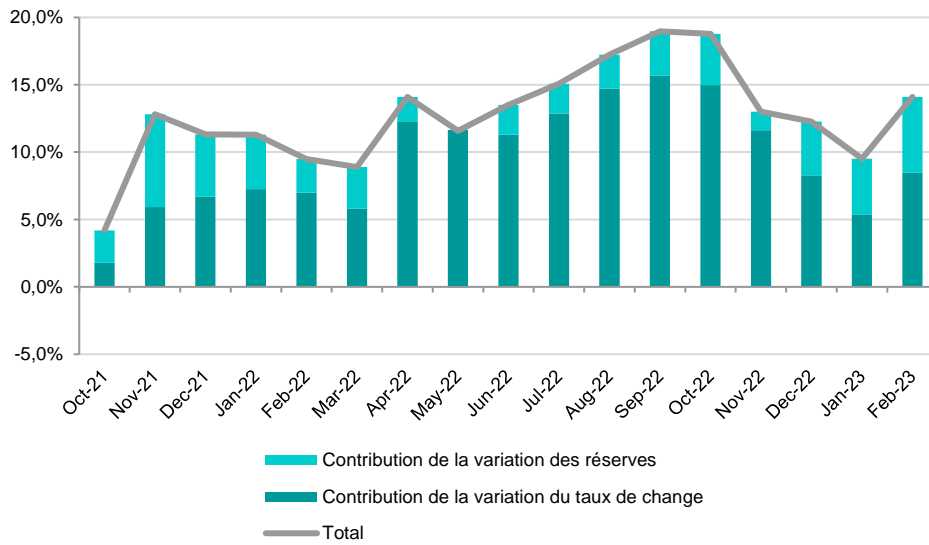
Source: GSA

Carte 2 : indice de pression sur le marché des changes en 2021 (>0 : pressions baissières, <0 : pressions haussières)



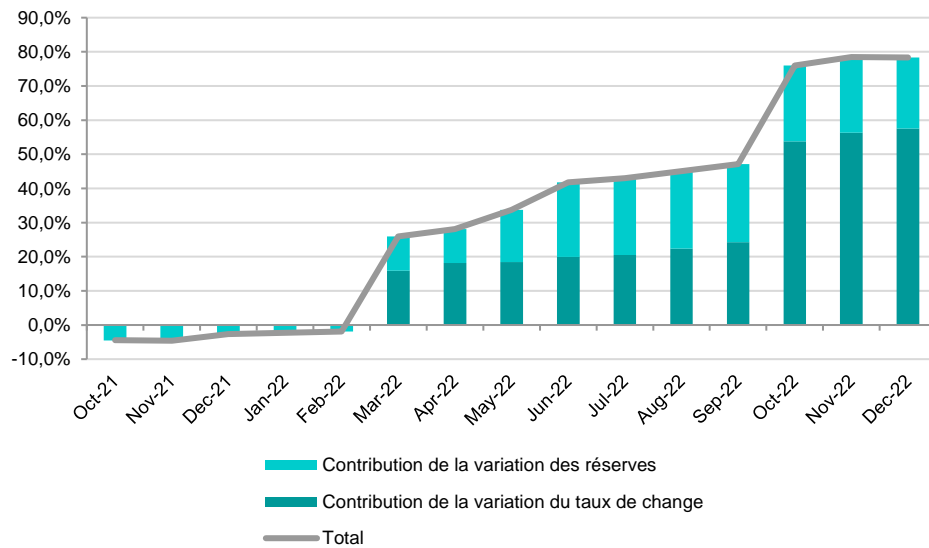
Source: GSA

Graphique 3 : Tunisie - contributions à l'indice de pressions sur le marché des changes



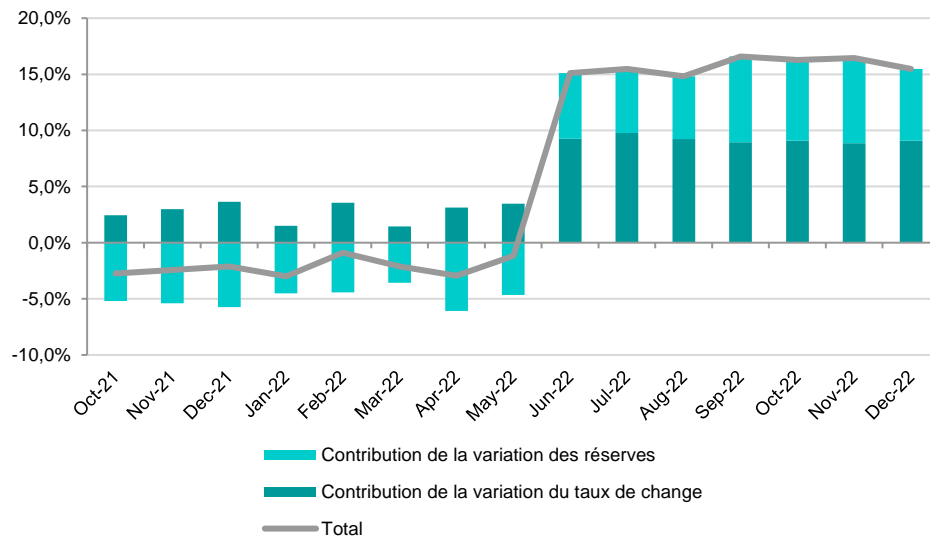
Source : GSA

Graphique 4 : Egypte - contributions à l'indice de pressions sur le marché des changes



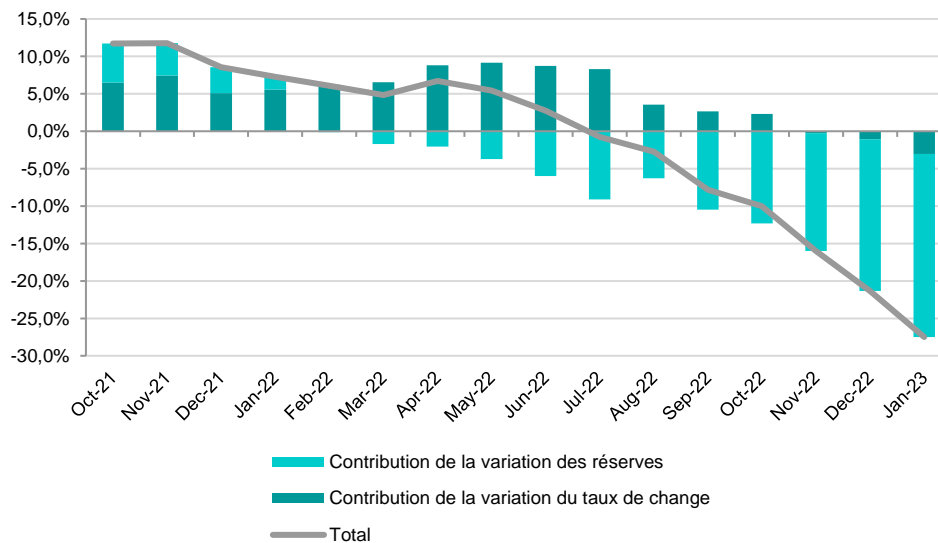
Source : GSA

Graphique 5 : Kenya - contributions à l'indice de pressions sur le marché des changes



Source : GSA

Graphique 6 : Algérie - contributions à l'indice de pressions sur le marché des changes



Source : GSA

Tableau : date de dernière donnée disponible pour les réserves de change par pays

Pays	Date la plus récente
Afrique du Sud	Janvier 2023
Algérie	Janvier 2023
Angola	Janvier 2023
Botswana	Novembre 2022
Burundi	Janvier 2023
Cap-Vert	Octobre 2022
Égypte	Décembre 2022
Éthiopie	Octobre 2022
Gambie	Août 2022
Ghana	Décembre 2022
Kenya	Décembre 2022
Lesotho	Novembre 2022
Liberia	Septembre 2022
Libye	Décembre 2022
Madagascar	Janvier 2023
Malawi	Décembre 2022
Mali	Janvier 2023
Maroc	Janvier 2023
Maurice	February 2023
Mauritanie	Décembre 2022
Mozambique	Décembre 2022
Namibie	Décembre 2022
Nigeria	4Février 2023
Ouganda	Janvier 2023
RDC	Décembre 2022
Rwanda	Janvier 2023
São Tomé-et-Principe	Janvier 2023
Seychelles	February 2023
Sierra Leone	Août 2022
Soudan du Sud	Août 2022
Swaziland	Janvier 2023
Tanzanie	Janvier 2023
Tunisie	February 2023
Zambie	Septembre 2022
CEMAC	Novembre 2022
UEMOA	Janvier 2023