

FOCUS

Par Ruben Nizard,
économiste Afrique
Subsaharienne, basé à Paris

Risque de change en Afrique : accalmie en 2018, mais les réserves ont fondu

Le risque de change reste toujours d'actualité sur le continent africain : en témoigne la dépréciation de plus de 30% du kwanza angolais depuis la libéralisation partielle du régime de change en janvier 2018. Le choc de la baisse des cours des matières premières, et plus particulièrement de ceux du pétrole à partir de l'été 2014 a déstabilisé de nombreux pays d'Afrique. Dans le sillage de ses principales économies (Nigéria, Afrique du Sud, Angola), la croissance de la région, à son plus bas depuis 20 ans en 2016, a marqué le pas. Outre le ralentissement de l'activité, l'évolution des cours des produits de base s'est traduite par la dégradation des termes de l'échange¹ et des pressions baissières sur la plupart des devises africaines.

Les taux de change des exportateurs de pétrole, Nigéria et Angola en tête, et de ressources minérales (Mozambique, Zambie) ont été soumis à d'intenses pressions conduisant dans de nombreux cas à d'importantes dépréciations, malgré l'utilisation des réserves de change pour en atténuer l'ampleur. Depuis 2013, la plupart des devises africaines ont ainsi perdu plus de 20 % de leur valeur. Pour les entreprises, ces dépréciations se sont notamment traduites par une accélération de la hausse des prix des produits importés et une augmentation du fardeau de leur dette libellée en devise. Pour celles qui exportent et/ou importent à partir de ces pays, l'instabilité des devises a aussi été synonyme de coûts plus élevés pour les transactions transfrontalières. Dans certains cas (Nigéria, Angola, République Démocratique du Congo), des pénuries de liquidités ont rendu plus difficiles les rapatriements de profits ainsi que les transactions au sein même des frontières. Les contrôles de capitaux (Égypte) et/ou d'importations (Algérie) mis en œuvre pour juguler les pressions sur le marché de change ont également eu des conséquences directes sur les opérations des entreprises.

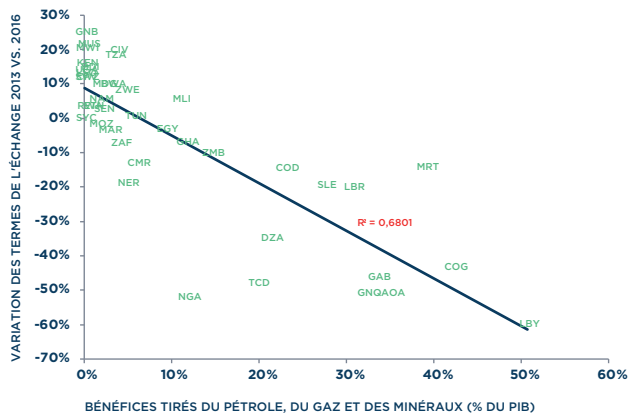
En 2017, ce mouvement de dépréciation s'est atténué grâce à la hausse des prix des matières premières, mais, comme l'indique l'indice de tension sur le marché des changes déployé dans cette étude, les pressions baissières demeurent importantes dans certains pays (République Démocratique du Congo, Éthiopie, Angola, Libéria, Guinée). Pour les pays les plus dépendants de la rente des matières premières, les déséquilibres relatifs à la sévère détérioration des balances budgétaires et des comptes courants entre 2014 et 2016 continuent d'entretenir la pression sur les taux de change. De plus, avec l'érosion des réserves internationales au cours de cette période, la vulnérabilité à un nouveau choc externe est à surveiller.

1 - Pour un pays donné, les termes de l'échange sont le rapport entre l'indice du prix des exportations et celui des importations.

Dégradation des termes de l'échange et pressions baissières depuis 2014

Le choc sur le prix des matières premières a eu un impact direct sur les termes de l'échange des pays dépendants de leurs bénéfices (Graphique 1). Face à la détérioration des termes de l'échange et aux pressions sur leurs devises, les autorités ont 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.

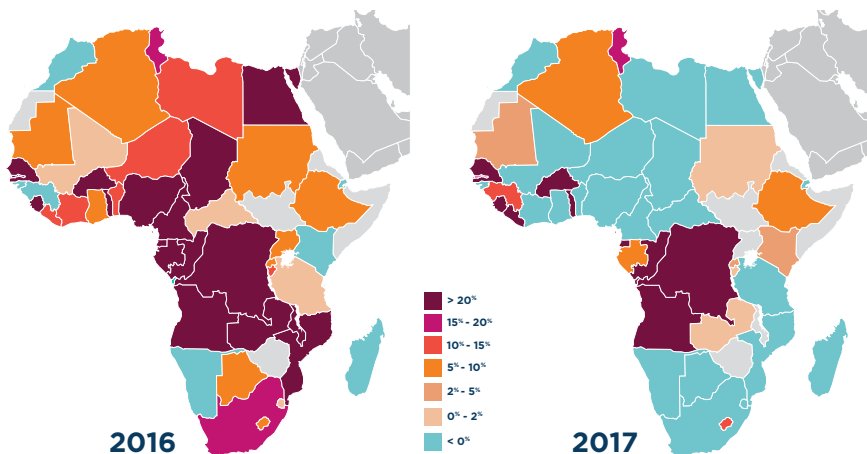
GRAPHIQUE 1
Variation des termes de l'échange et bénéfices tirés des matières premières



Sources : CNUCED, Banque Mondiale, Coface

Compte tenu de la diversité des régimes de change et des différentes réactions face au choc, l'indice de pression des changes (EMPI), développé par Girton et Roper², est utilisé pour quantifier les pressions sur une devise. Cet indicateur est pertinent, que le régime soit flexible, fixe ou intermédiaire. L'EMPI est calculé mensuellement comme une somme pondérée de la variation annuelle du taux de change face au dollar³ et de celle des réserves⁴. À ce titre, il peut être positif ou négatif. Un EMPI plus élevé, reflétant la dépréciation et/ou la déplétion des réserves, témoigne ainsi de tensions accrues sur le marché des changes.

CARTES 1 ET 2
EMPI des pays d'Afrique, 2016 vs 2017



Sources : IMF International Financial Statistics, calculs Coface

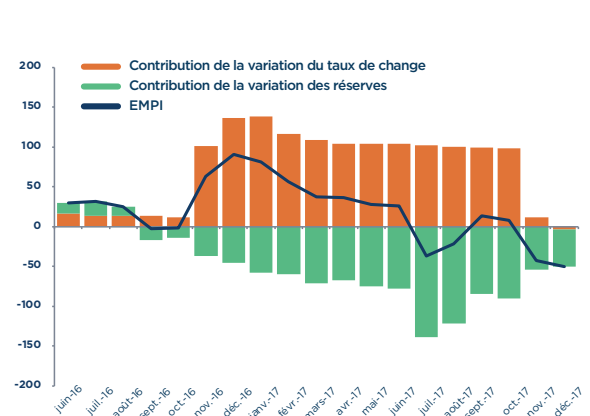
Les pressions s'atténuent en Afrique australe, en Égypte et au Nigéria...

Les résultats pour 2016 et 2017⁵ (Cartes 1 & 2) confirment les importantes pressions subies par les devises africaines lors de l'année 2016, mais révèlent aussi une atténuation de celles-ci l'année suivante. Cette tendance est particulièrement marquée en Afrique australe (Afrique du Sud, Zambie, Mozambique), où les chocs ont d'abord été absorbés par le régime de change flottant en 2016. L'amélioration des balances commerciales en 2017, grâce notamment à une augmentation de la production et des prix des matières premières exportées, a ensuite permis une relative stabilisation du cours des devises.

Cette atténuation des pressions s'observe également pour les pays disposant d'un régime de change moins flexible. En Afrique de l'Ouest, et plus particulièrement dans l'Union Économique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA)⁶, l'aggravation du déficit extérieur s'est traduite par un EMPI élevé (18 %) en 2016. En revanche, en 2017, les réserves ont commencé à se reconstituer au Mali (où la production d'or a augmenté de 5 %) et au Niger (avec la hausse des exportations d'uranium et de pétrole), contribuant à une amélioration de l'EMPI global de l'UEMOA à - 27 %.

En Afrique du Nord, les tensions demeurent fortes (Algérie, Tunisie), mais on observe une amélioration, notamment en Libye où la production de pétrole a doublé⁷ en 2017 par rapport à 2016. Pour l'Égypte, frappée par une pénurie de dollars suite à la révolution de 2011, qui a fait fuir capitaux étrangers et touristes et compliqué les rapatriements de profits, l'EMPI culminait à près de 91 % fin 2016. Toutefois, après la dépréciation de 50 % liée à la flexibilisation du taux de change en novembre 2016, la livre s'est stabilisée et les réserves ont augmenté de 80%. Aussi, les pressions en Égypte s'atténuent et l'EMPI est revenu en territoire négatif fin 2017 (Graphique 2).

GRAPHIQUE 2
EMPI mensuel et ses contributions - Égypte



Sources : IMF International Financial Statistics, calculs Coface

2 - 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>

3 - Pour les pays de la zone franc (UEMOA, CEMAC et Comores), 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 créées.

4 - $EMPI_{it} = \epsilon_{it} - \frac{\sigma_{\epsilon}}{\sigma_r} r_{it}$ avec ϵ_{it} = variation du taux de change ; r_{it} = variation des réserves ; σ_{ϵ} = écart-type de la variation du taux de change ; et σ_r = écart-type de la variation des réserves

5 - Les valeurs de l'EMPI sont calculées en faisant la moyenne de la valeur des EMPI calculée à une fréquence mensuelle pour les trois derniers mois disponibles en 2017 et 12 mois plus tôt en 2016.

Dans cette étude, les marchés des changes sont considérés particulièrement sous tension lorsque le score de l'EMPI est supérieur à 10 %.

6 - L'UEMOA compte huit États membres : le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo. L'EMPI a été calculé pour chaque pays, ainsi qu'à l'échelle de la région.

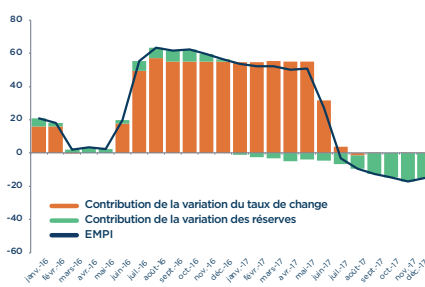
Le constat est similaire au Nigéria, où, une fois l'effet de la dévaluation de juin 2016 sur la valeur de l'EMPI 2017 dissipé, les pressions ont reculé en territoire négatif (Graphique 3A). Cette baisse de l'EMPI en 2017 est liée à un contexte domestique et extérieur plus favorable, avec notamment la remontée des cours du pétrole et la stabilisation de la production dans le Golfe de Guinée. En outre, l'ouverture d'une fenêtre d'accès aux changes dédiée aux investisseurs et exportateurs⁸ en avril 2017 a contribué à inverser le déclin des réserves. Elle a également permis de réduire l'écart entre le taux officiel et le taux du marché parallèle qui dépassait 40 % en février 2017 (Graphique 3B).

...mais des poches de risque demeurent en Angola, en Algérie, en Tunisie, dans la CEMAC et en Éthiopie

Le rôle de cette nouvelle fenêtre de change dans l'atténuation des pressions de change paraît d'autant plus important au regard de l'évolution de l'EMPI de l'Angola, autre principal exportateur de pétrole d'Afrique subsaharienne. Contrairement au Nigéria, les réserves internationales de change de l'Angola ont continué à diminuer à un rythme inquiétant en 2017, malgré une dévaluation en avril 2016. L'EMPI est donc resté positif tout au long de l'année et s'est établi, en moyenne, à 15 % (Graphique 4). Ces pressions se sont traduites par un écart sans cesse grandissant entre le taux officiel, fixé à 166 kwanza pour 1 USD, et le taux parallèle (plus de 420 kwanza pour 1 USD). Malgré la flexibilisation du taux de change et une dépréciation de 30 % du kwanza, l'écart avec le marché noir restait substantiel au premier trimestre 2018, signe d'un déséquilibre persistant entre l'offre et la demande pour la devise angolaise. Toutefois, si la dépréciation devrait se poursuivre dans les prochains mois, une politique monétaire relativement restrictive, la réduction des importations et l'augmentation des recettes d'exportations (mise en service de l'unité de pétrole de Kaombo et hausse des cours de brut) devraient permettre une atténuation progressive des tensions sur le kwanza.

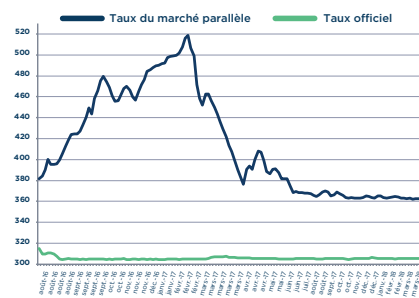
L'EMPI indique également que la Communauté Économique et Monétaire d'Afrique Centrale (CEMAC)⁹ est encore aux prises avec d'importantes pressions baissières sur le franc CFA. Au total, l'indicateur est estimé à plus de 45 % en moyenne en 2017. La diminution des réserves s'est, en effet, poursuivie dans la zone, ranimant d'intenses rumeurs d'une dévaluation et d'une césure entre la valeur du franc CFA en Afrique de l'Ouest et en Afrique Centrale. Toutefois, à la faveur de l'évolution des cours internationaux du brut, d'un relèvement du taux directeur en mars 2017 (de 2,45 % à 2,95 %) et, surtout, de l'octroi de crédits par le FMI à trois pays de la zone (le Cameroun, le Gabon et le Tchad) entre avril et septembre 2017, la balance des paiements de la CEMAC a enregistré une (légère) embellie. Le taux de couverture extérieure de la monnaie¹⁰, indicateur préférentiel de la Banque des États de l'Afrique Centrale (BEAC) pour juger de la stabilité monétaire, s'est ainsi (faiblement) amélioré, passant de 56,8 % en 2016 à 60 % en 2017¹¹. S'il reste nettement supérieur au seuil minimal critique de 20 % fixé par la BEAC, ce niveau est toutefois largement en-deçà des 90 % enregistrés en décembre 2014. Les réserves ont commencé à se stabiliser, mais demeurent faibles et leur évolution pourrait retrouver une tendance baissière si le FMI ne parvient pas à conclure un accord avec la

GRAPHIQUE 3A
EMPI mensuel et ses contributions - Nigéria



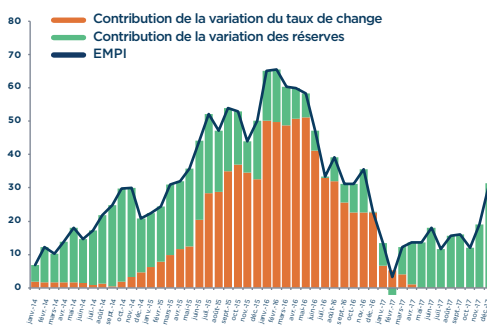
Sources : IMF International Financial Statistics, calculs Coface

GRAPHIQUE 3B
Taux de change du naira face au dollar US : taux officiel vs taux du marché noir



Sources : Banque Centrale du Nigéria, abokifX

GRAPHIQUE 4
EMPI mensuel et ses contributions - Angola



Sources : IMF International Financial Statistics, calculs Coface

République du Congo et la Guinée Équatoriale. Le risque de dévaluation du franc CFA d'Afrique centrale n'est donc pas totalement à exclure.

L'EMPI indique également que la République Démocratique du Congo, toujours en proie à l'instabilité domestique et à des déséquilibres extérieurs, malgré la hausse des cours des minerais exportés continue d'enregistrer d'importantes tensions sur le marché des changes. C'est également le cas pour les pays ayant subi l'épidémie de maladie à virus Ebola en 2014 : la Guinée, le Libéria et la Sierra Leone. Bien qu'elles demeurent moins intenses, les pressions subsistent également en Afrique du Nord, et notamment en Algérie qui a interdit, début 2018, les importations d'environ 900 produits afin de réduire son déficit commercial. Par ailleurs, la pression s'est également intensifiée en 2017 sur la devise éthiopienne, surévaluée depuis 2014-2015, conduisant à une dévaluation de 15 % du birr au mois d'octobre. Estimée à environ 20 % par le FMI¹² avant la dévaluation, la surévaluation est encore de l'ordre de 7 % et l'écart avec le marché noir reste d'environ 20 %. Le déficit courant persistant devrait ainsi continuer à mettre sous pression les réserves et la devise, d'autant que les perspectives d'évolutions pour le prix du café, principale contribution positive à la balance commerciale éthiopienne, demeurent faibles et que la remontée des prix du pétrole pourraient se répercuter sur les importations. La hausse des importations, et, particulièrement de celles de pétrole, est d'ailleurs l'un des facteurs contribuant aux pressions accrues sur les réserves tunisiennes et le dinar en 2017 et en ce début d'année 2018.



7 - De 390 000 barils par jour en 2016 à 817 000 en 2017 d'après les données de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole.
8 - Banque Centrale du Nigéria, 21 avril 2017. "Establishment of investors' & exporters' FX window" <https://www.cbn.gov.ng/out/2017/fmd/establishment%20of%20investors%27%20&%20exporters%27%20fx%20window.pdf>
9 - La CEMAC compte six États membres : le Cameroun, la République Centrafricaine, la République du Congo, le Gabon, la Guinée Équatoriale et le Tchad.
L'EMPI a été calculé pour chaque pays, ainsi qu'à l'échelle de la région.
10 - Rapport entre les avoirs officiels bruts en devises et le total des engagements à vue de la Banque Centrale.
11 - « Lettre de la Recherche », Numéro 3, Janvier 2018, Banque des États d'Afrique Centrale. URL : https://www.beac.int/download/LR_03_2018.pdf
12 - République démocratique fédérale d'Éthiopie: 2017 consultation Article IV, <http://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/01/24/The-Federal-Democratic-Republic-of-Ethiopia-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-45576>

Les réserves de change ont fondu

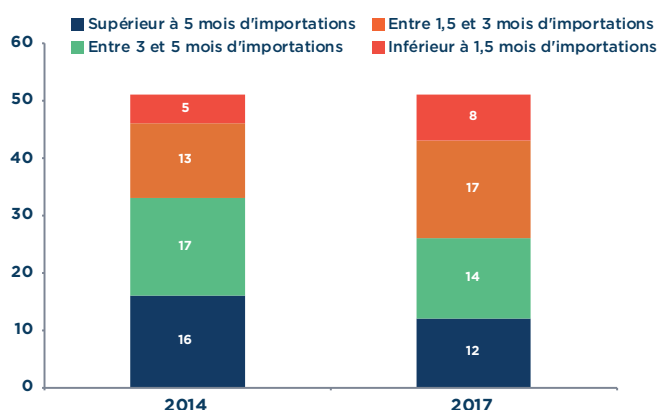
Avec un prix moyen du baril de Brent prévu à 65 USD par Coface pour 2018 (contre près de 55 USD en 2017), la hausse des cours du brut ne devrait néanmoins pas constituer un choc pour les termes de l'échange des importateurs nets d'or noir qui, dans la plupart des cas, ont réduit leurs volumes d'importations au cours des dernières années. Toutefois, les récents changements ayant affecté les économies de la région ont laissé des traces qui les rendent vulnérables à un nouveau choc.

Malgré une relative stabilisation des déficits budgétaires et des balances courantes, les déséquilibres hérités de cette période continuent de peser sur l'évolution des devises : la crise de la dette au Mozambique ou l'incapacité de la Zambie à trouver un accord avec le FMI ont, par exemple, été à l'origine de nouvelles dépréciations du metical et du kwacha ces derniers mois.

De plus, les réserves, qui ont permis de soutenir les devises, ont largement été entamées. Alors que le niveau médian de couverture des importations dans les pays d'Afrique était de 3,9 mois en 2014, il a décliné à 3,2 mois trois ans plus tard. Ainsi, 32 pays (sur 51) disposent d'un taux de couverture moins important en 2017 qu'en 2014. Sept pays supplémentaires ont notamment vu leurs réserves tomber sous le traditionnel indicateur d'adéquation des réserves de 3 mois de couverture d'importations (**Graphique 5**) : la Zambie, le Mozambique, la Guinée, ainsi que les membres de la zone CEMAC par exemple. Les pays disposant de davantage de réserves de change ne sont pas non plus à l'abri : compte tenu de la dépendance aux ressources naturelles, le déclin des réserves peut être extrêmement rapide. À titre d'exemple, le ratio de couverture en Algérie est passé de 33,4 à 19,3 mois d'importations en l'espace de trois ans.

Cette dépendance aux matières premières non transformées et, pour de nombreux pays, à seulement l'une d'entre elles¹³, comme source de devises étrangères

GRAPHIQUE 5
Pays d'Afrique par niveau de réserves



Sources : IMF World Economic Outlook, Coface

expose le marché des changes à de très fortes variations. Les pays exportateurs de matières premières agricoles pourraient ainsi être mis sous pression, alors que les prix restent relativement faibles pour certaines cultures commerciales comme, par exemple, le cacao (Côte d'Ivoire, Ghana, Nigéria, Cameroun) ou le café (Éthiopie, Ouganda, Tanzanie), et que l'Afrique reste particulièrement exposée au changement climatique.

À ces vulnérabilités s'ajoutent le risque politique (comme au Burundi où les sanctions relatives à la crise politique ont mis le change sous pression) et celui d'une accélération du cycle de resserrement monétaire aux États-Unis qui pourraient, de nouveau, intensifier les sorties de capitaux de la région et donc la pression sur les taux de change. En somme, le risque de change, même s'il est en retraite, pourrait une nouvelle fois s'inviter sur le continent africain.

¹³ - Bossuet P., Daudier J.L., Fèvre A.S., Marcilly J. (2015). « Afrique subsaharienne : soleil à l'est, temps nuageux au centre ». Publications Économiques Coface. <http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications/Evolution-du-risque-pays-dans-le-monde-Juin-2015>.

RÉSERVE

Le présent document reflète l'opinion de la direction de la recherche économique de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document. Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs. Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assumera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document. Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface. Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France

www.coface.com