

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2

T3

T4

| AFRIQUE | TRIMESTRIEL AGR Africa Bond Index

02 | Focus sur les rendements des Eurobonds en Afrique en 2020

04 | Synthèse des résultats

05 | Détail des résultats

06 | Présentation de l'AGR Africa Bond Index



Attijari
Global Research

Calculated by

S&P Dow Jones
Indices

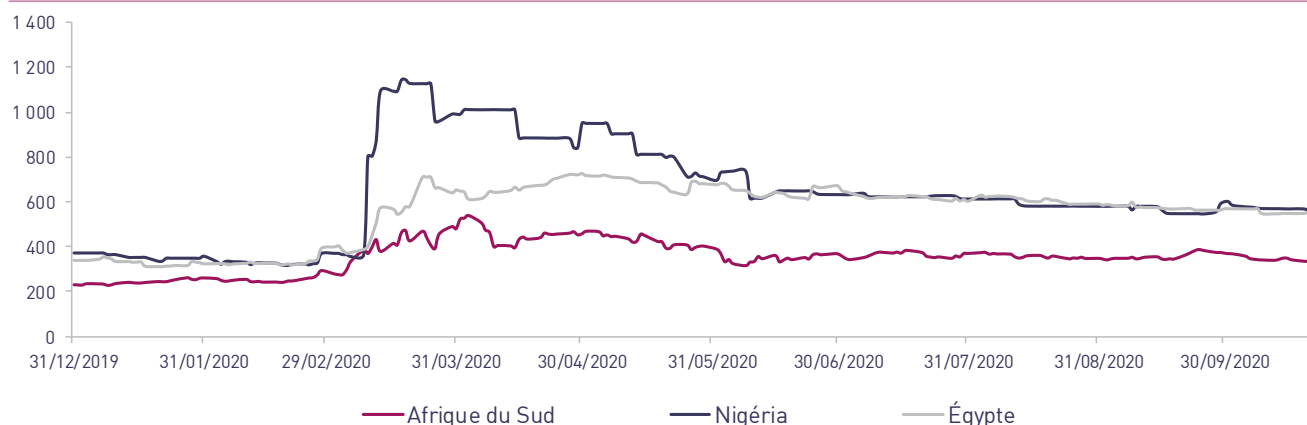
FOCUS SUR LES RENDEMENTS DES EUROBONDS EN AFRIQUE EN 2020

Au début de la crise sanitaire liée à la Covid-19, les rendements des Eurobonds émis par les pays d'Afrique sur les marchés secondaires ont augmenté de manière excessive. Cette hausse trouve son origine dans l'orientation des investisseurs vers des instruments plus liquides et de meilleure qualité. En effet, dans un contexte où l'aversion au risque a atteint son paroxysme, les investisseurs ont préféré percevoir un rendement faible voire nul plutôt que détenir un actif à fort rendement mais portant un risque significatif. En atteste l'évolution des métaux précieux qui profitent de leur statut de « valeur refuge ». Dans ce contexte, le métal jaune a emprunté tout au long de cette année une tendance haussière de fond touchant un plus haut de 2.063 \$/Oz début août avant de revenir vers les 1.919 \$/Oz actuellement. Dans le même sillage, l'Argent a connu une évolution globalement similaire à celle de l'Or. En effet, le métal gris affiche depuis le début de l'année une hausse significative de 40% pour s'établir à 25 \$/Oz.

Plusieurs événements se sont succédés durant le T2-20, et ont conduit à réduire l'appréhension au risque et par conséquent freiner l'envolée des primes de risque enregistrée depuis fin mars 2020 suite au déclenchement de la pandémie. Il s'agit tout d'abord de l'annonce des pays membres du 'Club de Paris' de la suspension du service de la dette (ISSD) jusqu'à la fin de l'année 2020 en faveur des pays pauvres très endettés qui en font la demande. Ensuite, les mesures inédites prises par les grandes Banques Centrales à l'international afin de limiter les effets négatifs de la Covid-19. En effet, outre des décisions de politique monétaire qui consistent à maintenir les taux directeurs à des niveaux planchers, les institutions financières ont procédé à des injections de liquidités sans précédent pour réduire les contraintes de financement et apaiser les tensions sur le marché financier. Dans ce contexte, la Fed a injecté près de 7.000 MM\$ de liquidités, un montant qui est largement supérieur à celui de la crise financière de 2008. Pour sa part, la BCE a mis en place un programme d'achats d'actifs doté d'un montant de 1.350 MME d'ici juin 2021. Une abondance de liquidité mondiale favorisant un retour de confiance sur les marchés secondaires des Eurobonds.

Au cours du T3-20, nous avons assisté à une nouvelle hausse des rendements des Eurobonds des pays africains traduisant ainsi la hausse du risque perçu par les investisseurs notamment en raison de leur anticipation d'une croissance faible en Afrique. Selon le dernier rapport publié par le FMI intitulé « Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2020 », la croissance de l'économie africaine devrait se contracter de -3,0% en 2020 entraînant la région dans sa première récession depuis 25 ans. Cette forte baisse sera particulièrement ressentie au niveau des pays exportateurs de métaux et de pétrole à l'image de l'Afrique du Sud et du Nigéria avec un repli de la croissance estimé à -8,0% et à -4,3% respectivement.

ÉVOLUTION DES CDS 10 ANS DES 3 PRINCIPAUX ÉMETTEURS DE L'INDICE AGR - AFRICA BOND INDEX



Sources : FMI, Bloomberg, Calculs AGR

SYNTHÈSE DES RÉSULTATS

Lors de cette septième édition, nous avons retracé l'évolution de l'indice AGR Africa Bond Index durant le T3-20. Durant cette période, l'indice a connu une évolution en dents de scie qui a abouti, en fin de compte, à une stagnation tant en termes de valeur qu'en termes d'encours:

- Après avoir débuté le troisième trimestre en territoire haussier, l'indice AGR Africa Bond Index a effacé l'ensemble de ses gains pour s'établir à un niveau quasi- similaire à celui de juillet 2020, soit en dessous des 100 points. En effet, la valeur de l'indice ressort à 97,3 pts contre 97,5 pts lors de l'édition précédente ;
- Parallèlement, la valeur de l'encours du gisement a emprunté la même évolution. Après avoir atteint un pic de 86 MM\$, la dégringolade de la valorisation de l'indice va de paire avec la baisse de sa valeur. Dans ce contexte, l'encours du gisement se maintient à un niveau proche du trimestre précédent, soit 82 MM\$. Notons que le changement de périmètre s'est limité au retrait d'une unique ligne Eurobond dont le poids dans l'AGR ABI ne représente qu'à peine 0,98%, ce qui n'a pas eu d'incidence significative sur l'évolution de l'indice ;
- L'indice AGR Africa Bond Index continue d'être représenté par 6 pays africains à l'image de l'édition précédente. En effet, l'Égypte, l'Afrique du Sud et le Nigéria disposent d'une forte représentativité dans ce benchmark avec près de 60% du gisement. Le Ghana, le Kenya et le Maroc se partagent, ainsi, les 40% restants ;
- L'observation de la ventilation actuelle de l'indice par l'agence de notation S&P montre la forte représentativité en poids des obligations notées B qui concentrent près de 39% de l'indice AGR ABI. Par ailleurs, une quote-part de près de 80% du gisement présente des maturités résiduelles supérieures à 5 ans.

Mahat Zerhouni

Sénior Associate
+212 529 03 68 16
m.zerhouni@attijari.ma

Abdelaziz Lahlou

Directeur Économie
+212 529 03 68 37
ab.lahlou@attijari.ma

Sources : Bloomberg, Calculs AGR

DÉTAIL DES RÉSULTATS

Le troisième trimestre a été marqué par une évolution hésitante se concluant par une quasi-stagnation de l'AGR Africa Bond Index à la fin de l'exercice. Dans ce contexte, la valeur de l'indice ressort à 97,3 pts contre 97,5 pts au 1^{er} juillet 2020. De même, l'encours du gisement se maintient à un niveau proche des 82 MM\$.

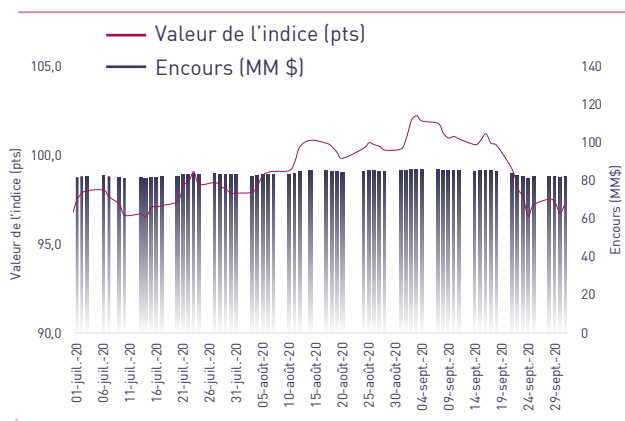
• Une évolution en dents de scie de l'AGR ABI

L'AGR Africa Bond Index a entamé le T3-20 sur une performance positive le propulsant à un plus haut niveau depuis mars 2020 avant la crise sanitaire, soit 102,3 points. Cette orientation positive s'inscrivait dans la continuité de la dynamique qu'a connue l'indice à la fin du T2-20 tant en termes de valeur qu'en termes d'encours. Or, à compter du mois de septembre 2020, l'indice a arboré une tendance nettement baissière qui a abouti à une stagnation de l'AGR ABI à 97,3 points.

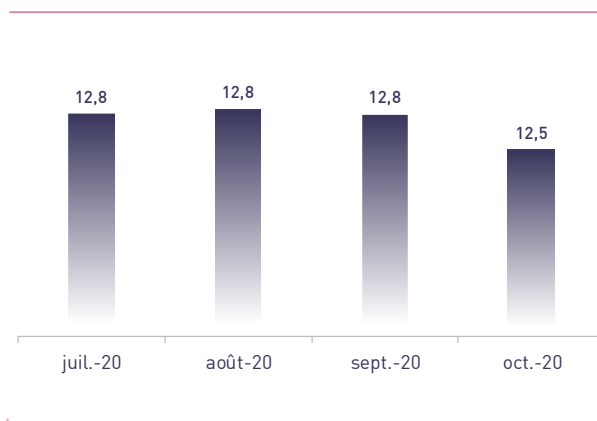
• Une baisse de la maturité résiduelle

La maturité résiduelle pondérée de l'indice AGR Africa Bond Index s'établit à 12,5 ans à l'issue du dernier rebalancing. Celle-ci ressort en légère baisse par rapport au niveau observé à la fin du T2-20, soit 12,8 ans. A cette date, l'indice AGR ABI était composé à hauteur de 27,3% d'Eurobonds ayant une maturité résiduelle supérieur à 15 ans contre 26,9% actuellement.

ÉVOLUTION DE L'AGR ABI (PTS) VS. ENCOURS (MM\$)



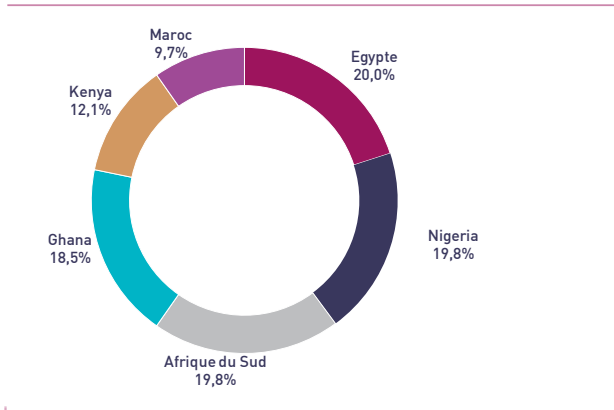
ÉVOLUTION DE LA MATURITÉ RÉSIDUELLE (ANS)



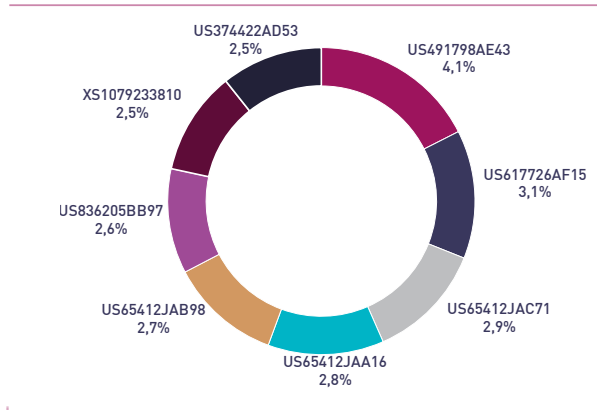
L'AGR Africa Bond Index continue d'être dominé par l'Égypte, l'Afrique du Sud et le Nigeria qui préservent une forte représentativité dans ce benchmark. En effet, ces 3 pays représentent près de 60% de l'encours tandis que le Ghana, le Kenya et le Maroc se partagent les 40% restants.

En nombre de lignes, parmi les 67 constituants actuels de l'AGR ABI, ces trois premiers pays comptent de manière groupée 47 émissions, soit plus de 70% de notre univers.

AGR ABI : VENTILATION PAR PAYS



AGR ABI : POIDS DES PRINCIPALES LIGNES⁽¹⁾ (ISIN)



[1] Représentant 23,2% de l'indice AGR ABI

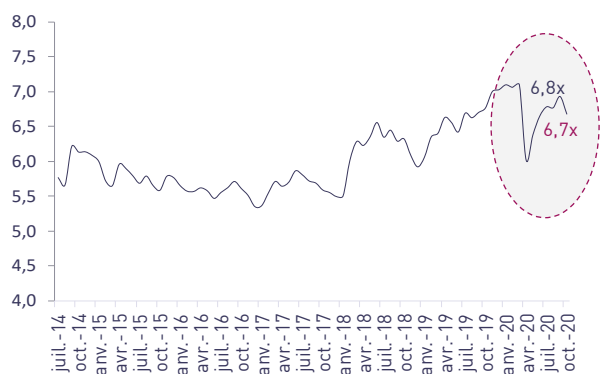
Sources : S&P Dow Jones Indices, Calculs AGR

DÉTAIL DES RÉSULTATS

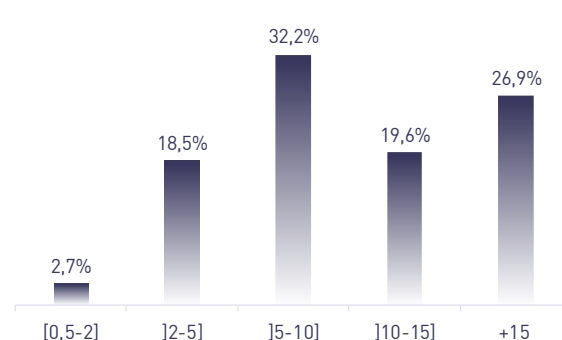
La sensibilité⁽¹⁾ de l'indice AGR ABI s'inscrit dans la continuité. Le changement de périmètre n'a que peu affecté son niveau. Celui-ci affiche actuellement un multiple de 6,7x contre 6,8x un trimestre auparavant.

Les titres obligataires éligibles à cet indice peuvent être répartis en cinq catégories associées à cinq intervalles de maturités résiduelles (0,5-2 ans, 2-5 ans, 5-10 ans, 10-15 ans et plus de 15 ans). Dans cette édition, nous relevons que l'indice AGR ABI est composé à hauteur de 78,7% de maturités résiduelles supérieures à 5 ans, en léger retrait par rapport à un poids de 80,3% au T2-20.

AGR ABI : ÉVOLUTION DE LA SENSIBILITÉ



AGR ABI : VENTILATION PAR MATURITÉS⁽²⁾(ANS)



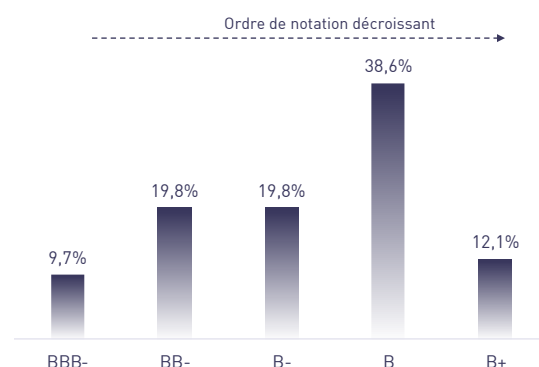
Le nombre de lignes constituant l'indice AGR Africa Bond Index est passé de 67 en juillet 2020 à 66 actuellement. A noter que lors des « rebalancing » mensuels de l'indice AGR Africa Bond Index opérés durant le T3-20, nous relevons :

- D'une part, le retrait d'une ligne Eurobond de l'indice. Plus en détails, il s'agit d'une émission obligataire nigérienne dont la maturité résiduelle est devenue strictement inférieure à 6 mois. Le Nigéria compte dorénavant un encours de 9 lignes Eurobonds ;
- D'autre part, l'observation de la ventilation actuelle de l'indice par l'agence de notation S&P montre la forte contribution des obligations notées B+, B et B- qui concentrent 70,5% de l'indice AGR ABI. En deuxième lieu, nous retrouvons les emprunts souverains notés BB- qui représentent 19,8% de l'indice. A noter que les lignes représentant l'Investment Grade pèsent désormais 9,7% de l'indice contre 9,2% lors de l'édition précédente.

ENTRÉES ET/OU SORTIES DE LIGNES DANS L'INDICE

Pays	Code ISIN	Description	Poids dans l'indice
Sortie			
Nigeria	US65412AAA07	NGGV 6.750 01/28/21	0,98%

VENTILATION DE L'INDICE PAR NOTATION S&P



(1) Sensibilité : exprimée en multiple (x), elle représente la variation du prix d'une obligation consécutive à une variation de 1% du taux d'actualisation. Cette notion de sensibilité tient compte de la pondération des lignes par leurs valeurs de marché.

(2) Maturité résiduelle

Sources : S&P Dow Jones Indices, Calculs AGR

PRÉSENTATION DE L'AGR ABI

Dans le cadre de sa mission de représenter un centre de Recherche de forte notoriété basé en Afrique et dédié aux marchés africains, Attijari Global Research a lancé en mars 2019 un nouvel indice dénommé **AGR Africa Bond Index** « Code Bloomberg AGRABDT ».

Propriétaire intellectuel de l'indice, AGR s'est associé à S&P Dow Jones Indices, leader mondial dans le calcul et la conception d'indices.

AGR Africa Bond Index représente un indice Total Return libellé en USD. Son univers de base est le risque de crédit souverain en Afrique. Pour mieux se rapprocher de la réalité économique à l'échelle du Continent, une série de critères d'éligibilité a été retenue aux gisements notamment en matière de taille, de liquidité et de notation.

L'intérêt de cet indice est de suivre les encours d'émissions de dettes souveraines émises par les pays africains et libellées en devises. Il permet ainsi de:

- ◆ Analyser le comportement de la dette de manière générale dans le Continent ;
- ◆ Suivre un véhicule de financement avantageux en pleine expansion en Afrique ;
- ◆ Présenter un benchmark d'investissement qui pourrait être répliqué tout en respectant des standards de normes d'investissement, de taille et de diversification.

A travers cette publication, AGR renforce progressivement sa couverture des marchés africains dans un contexte particulier où les économies d'Afrique expriment un appétit plus prononcé pour les émissions de dette, notamment des Eurobonds (Cf. [Note Dette Afrique](#) parue le 15 mars 2019).

Le rôle de S&P Dow Jones Indices s'articule autour du calcul de l'indice selon les standards en la matière et conformément aux critères définis par AGR. Calculé sur une base quotidienne, cet indice est diffusé sur la plateforme Bloomberg. AGR procède à l'édition et à la publication du présent support selon une fréquence trimestrielle. Cette parution apporte une analyse détaillée de l'évolution de l'indice et de ses principales caractéristiques.

SPÉCIFICATIONS TECHNIQUES DE L'AGR ABI

CARACTÉRISTIQUES

Caractéristiques :

- **Type de rendement** : Total Return
- **Date de base** : 30 juin 2014
- **Devise de l'indice** : US Dollars
- **Valeur de base** : 100 pts

MÉTHODOLOGIE

- **Univers de base** : L'ensemble des pays d'Afrique auxquels nous appliquons les critères d'éligibilité de l'indice S&P AFRICA HARD CURRENCY SOVEREIGN BOND INDEX, et qui font ressortir 13 pays comprenant :
 - Botswana • Kenya • Namibie • Tanzanie • Zambie • Egypte • Maurice • Nigéria • Tunisie • Ghana
 - Maroc • Afrique du Sud • Ouganda.
- **Poids** : 20% par pays dans l'indice.
- **Critères d'éligibilité** :
 - ⇒ Maturité résiduelle de 6 mois signifie que toute ligne dont la maturité résiduelle est strictement inférieure ou égale à 6 mois est retirée de l'univers. De même, toute nouvelle ligne devrait justifier d'une maturité résiduelle strictement supérieure à 6 mois ;
 - ⇒ Inclut uniquement les obligations libellées en EUR et USD ;
 - ⇒ L'encours minimum est fixé à 500 M\$ pour les obligations émises en USD et à 500 M€ pour les obligations émises en EUR ;
 - ⇒ Inclut uniquement les obligations à taux fixe ;
 - ⇒ Inclut uniquement les obligations remboursables in fine ;
 - ⇒ Inclut uniquement les obligations au minimum notées B3 / B- par l'agence S&P ;
 - ⇒ Inclut uniquement les émissions de type 144A*.
- **Calcul** :

Suit la méthodologie « S&P Fixed Income Index Mathematics Methodology » et l'ensemble des approches standards de S&P. Précisément, le calcul tient en compte le fait que les paiements des coupons et du principal sont conservés en espèces jusqu'à la prochaine date de rebalancement. Les prix retenus pour le calcul sont ceux de l'Offre en titre figurant dans la physionomie du marché.

- **Rebalancement** : Le rebalancement de l'AGR ABI a lieu chaque mois après la clôture du dernier jour ouvrable.
- **Planning de rebalancement Proforma** : J-3 à J, J étant la séance de cotation précédant la date effective du rebalancement.
- **Sélection** : S&P procédera à l'application des filtres mentionnés après chaque rebalancement.
- **Fréquence de calcul** : Fin de chaque jour ouvrable (EOD).
- **Jours de calcul** : Du Lundi au Vendredi.
- **Historique** : A compter du 30 Juin 2014.

* Reg 144A : réglementation préconisée par la Securities and Exchange Commission régissant les conditions d'accès aux marchés financiers américains pour les émetteurs étrangers.

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR ECONOMIE

Abdelaziz Lahlou
+212 5 29 03 68 37
ab.lahlou@attijari.ma
Casablanca

MANAGER

Lamyae Oudghiri
+212 5 29 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

Mahat Zerhouni
+212 5 29 03 68 16
m.zerhouni@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Omar Cherkaoui
+212 5 22 49 14 82
o.cherkaoui@attijari.ma
Casablanca

INVESTOR RELATIONS ANALYST

Nisrine Jamali
+212 5 22 49 14 82
n.jamali@attijari.ma
Casablanca

DIRECTEUR STRATÉGIE

Taha Jaidi
+212 5 29 03 68 23
t.jaidi@attijari.ma
Casablanca

MANAGER

Maria Iraqui
+212 5 29 03 68 01
m.iraqui@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Meryeme Hadi
+212 5 22 49 14 82
m.hadi@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ANALYST

Ines Khouaja
+216 31 34 13 10
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn
Tunis

FINANCIAL ANALYST

Josiane Ouakam
+237 233 43 14 46
j.ouakam@attijarisecurities.com
Douala

FINANCIAL ANALYST

Jean-Jacques Birba
+225 20 21 98 26
jean-jacques.birba@sib.ci
Abidjan

Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui
+212 5 29 03 68 27
a.alaoui@attijari.ma

Rachid Zakaria
+212 5 29 03 68 48
r.zakaria@attijari.ma

Anis Hares
+212 5 29 03 68 34
a.hares@attijari.ma

Kaoutar Sbiyaa
+212 5 29 03 68 21
k.sbiyaa@attijari.ma

Alae Yahya
+212 5 29 03 68 15
a.yahya@attijari.ma

BOURSE EN LIGNE - MAROC

Nawfal Drari
+212 5 22 49 59 57
n.drari@wafabourse.com

Sofia Mohcine
+212 5 22 49 59 52
s.mohcine@wafabourse.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi
+225 20 21 98 26
mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Abdelkader Trad
+225 20 21 98 26
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Yves Ntchoumou
+237 2 33 43 14 46
n.ntchoumou@attijarisecurities.com

Activités de marchés

SDM - MAROC

Mehdi Mabkhout
+212 5 22 42 87 22
m.mabkhout@attijariwafa.com

Mohammed Hassoun Filali
+212 5 22 42 87 09
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Amine Elhajli
+212 5 22 42 87 09
a.elhajli@attijariwafa.com

Btissam Dakkouni
+212 5 22 42 87 74
b.dakkouni@attijariwafa.com

Dalal Tahoune
+225 22 42 87 07
d.tahoune@attijariwafa.com

ÉGYPTE

Mahmoud Bahaa
+202 27 97 04 80
mahmoud.bahaa@barclays.com

TUNISIE

Abdelkader Trad
+216 71 80 29 22
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Serge Bahaderian
+971 0 43 77 03 00
sbahaderian@attijari-me.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim
+225 20 20 01 55
abid.halim@sib.ci

CEMAC - GABON

Youssef Hansali
+241 01 77 72 42
youssef.hansali@ugb-banque.com

AVERTISSEMENT S&P DOW JONES INDICES

L'indice AGR Africa Bond est la propriété d'Attijari Global Research, qui a signé un contrat avec S&P Opco, LLC (une filiale de S & P Dow Jones Indices LLC) pour le calcul et la maintenance de l'Indice. L'indice n'est pas parrainé par S&P Dow Jones Indices, ses sociétés affiliées ou ses concédants de licence tiers (collectivement, S&P Dow Jones Indices). S&P Dow Jones Indices ne pourra être tenu responsable d'erreurs ou d'omissions dans le calcul de l'indice. «Calculated by S & P Dow Jones Indices» et la (les) marque (s) stylisée (s) correspondante (s) sont des marques de service de S&P Dow Jones Indices et ont été concédés sous licence à Attijari Global Research. S&P® est une marque déposée de Standard & Poor's Financial Services LLC («SPFS») et Dow Jones® est une marque déposée de Dow Jones Trademark Holdings LLC («Dow Jones»).

AVERTISSEMENT AGR

RISQUES

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

LIMITES DE RESPONSABILITÉ

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ces choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

SOURCES D'INFORMATION

Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

CHANGEMENT D'OPINION

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

INDÉPENDANCE D'OPINION

Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différentes publications de Attijari Global Research sont préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

AUTORITÉS DE TUTELLE

Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypte. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.