

---

**Conférence-actualité COFEB/BCEAO sur le thème  
« Eurobonds africains en période de COVID-19 : effets  
d'annonce et liquidité mondiale »**

**Babacar Sène**

Directeur du CREA/ LAFIDEV/ Université Cheikh Anta  
Diop de Dakar

Dakar le 16 avril 2021

# Plan de la présentation

---

## **Introduction**

## **Les émissions africaines sur le marché des eurobonds**

## **Les eurobonds africains dans le contexte du COVID-19**

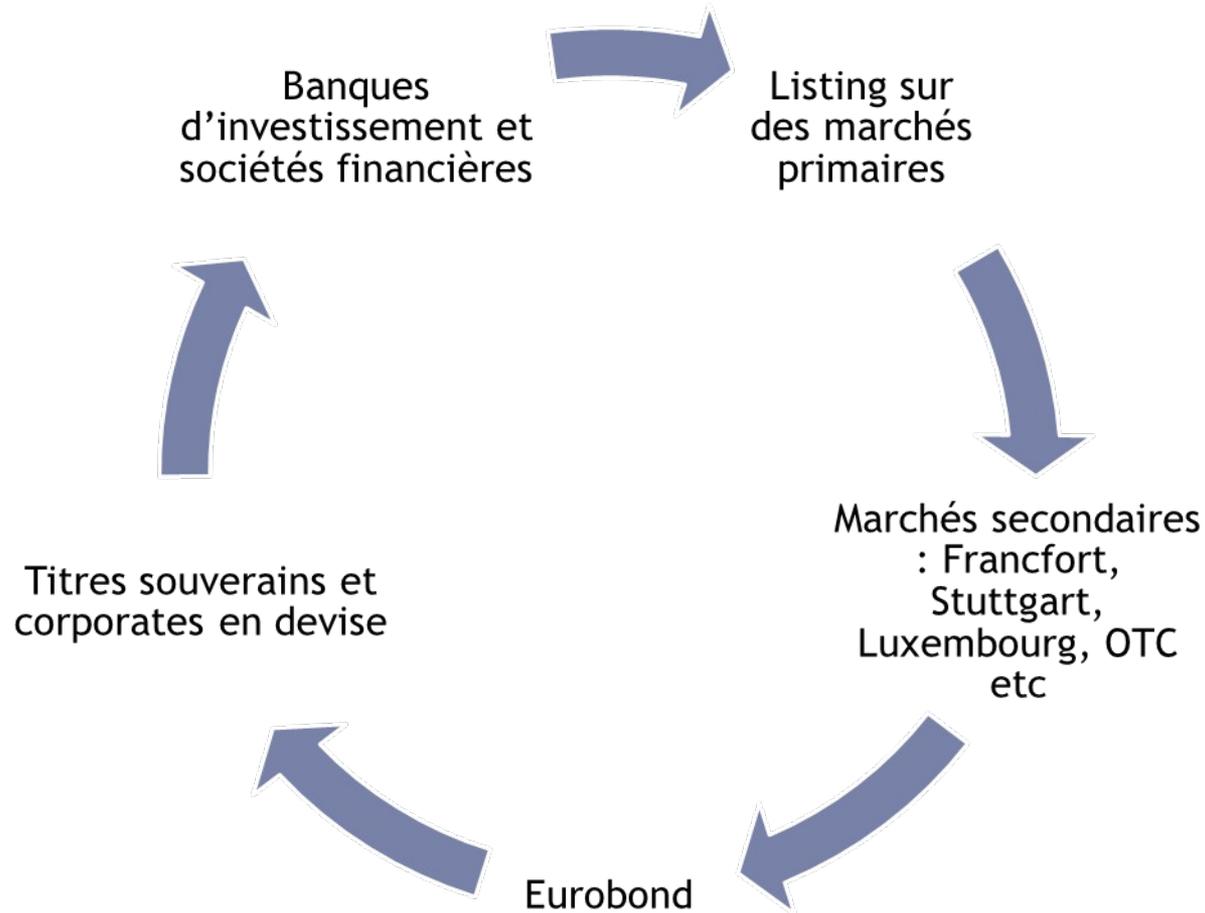
## **La liquidité mondiale facteur de soutenabilité de la dette des pays africains présents sur les eurobonds**

## **L'impact des annonces récentes de la FED et du gouvernement américain sur les eurobonds africains**



# Introduction

---



# Introduction

---

Obligations  
conventionnelles

Obligations à taux  
flottants ( Floating rate  
notes)

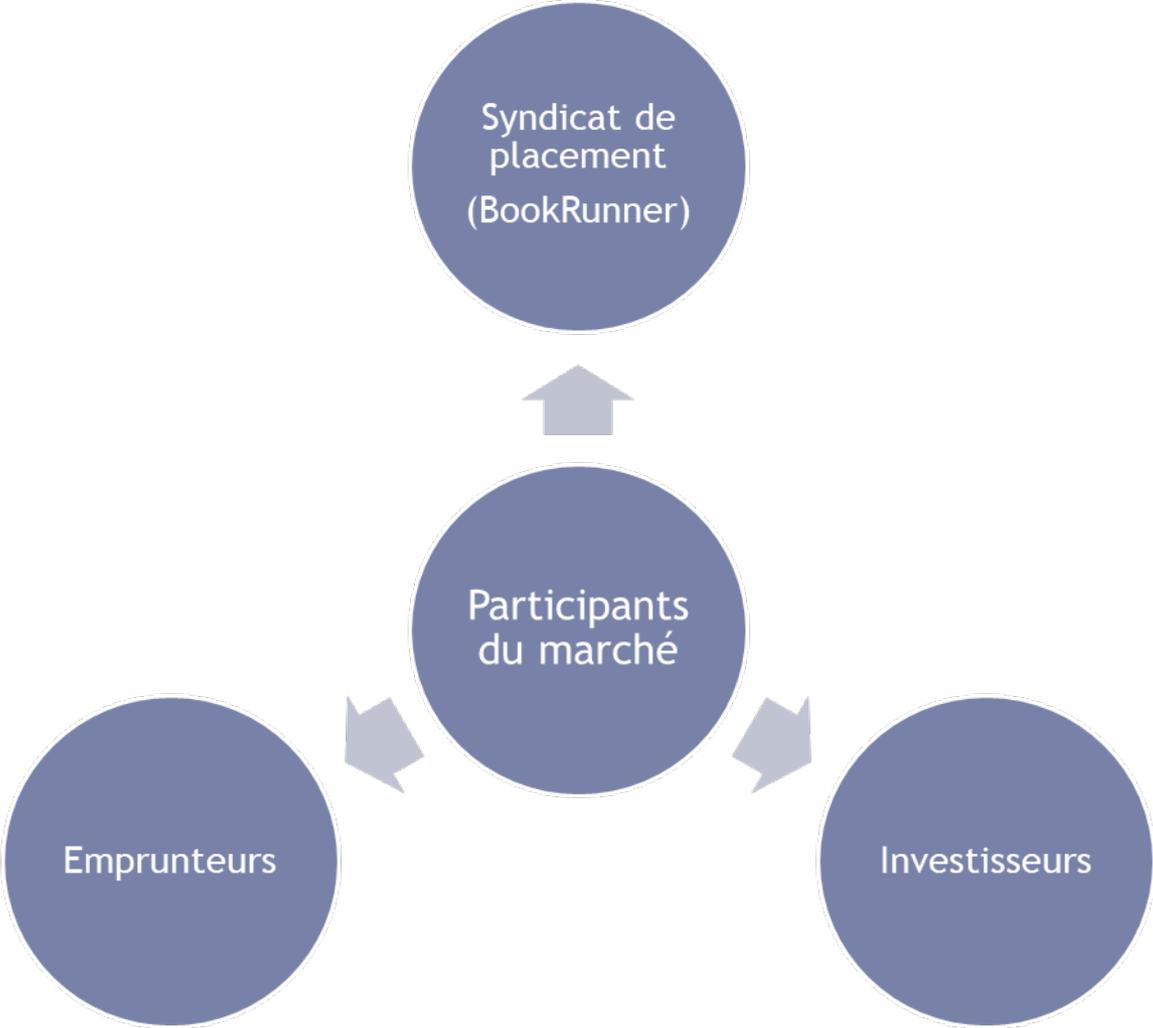
**Eurobonds**

Obligations zéro coupon

Obligations convertibles  
et euro-warrant ou  
eurobond warrant

# Introduction

---



# Introduction

---

| <b>Service fiduciaire</b>   | <b>Activités</b>  |
|---|---|
| Dépositaires (Clearstream Banking S.A. Euroclear Bank) en collaboration avec des banques dépositaires spécialisées.<br>DTCC | Responsables de la garde des titres   |
| Paying agent  | Emission de titres, authentification, collecte des fonds pour le remboursement etc.   |
| Agent d'enregistrement  | Tenir la liste officielle des bénéficiaires des eurobonds, coordonner l'enregistrement, les transferts et les échanges de titres etc  |
| Fiduciaire  | Charger de représenter les intérêts des investisseurs ( exemple en cas de défaut, le fiduciaire devrait s'acquitter de ses obligations vis-à-vis des détenteurs de titres). |
| Conservateur Teneur de compte<br>( Custodian)   | Service de garde de titres pour des clients comme les fonds de pension etc  |

# Introduction

---

Clauses d'Actions Collectives  
(CAC)

Clauses de défaut croisé

Clauses intégrées  
dans les contrats  
d'émission

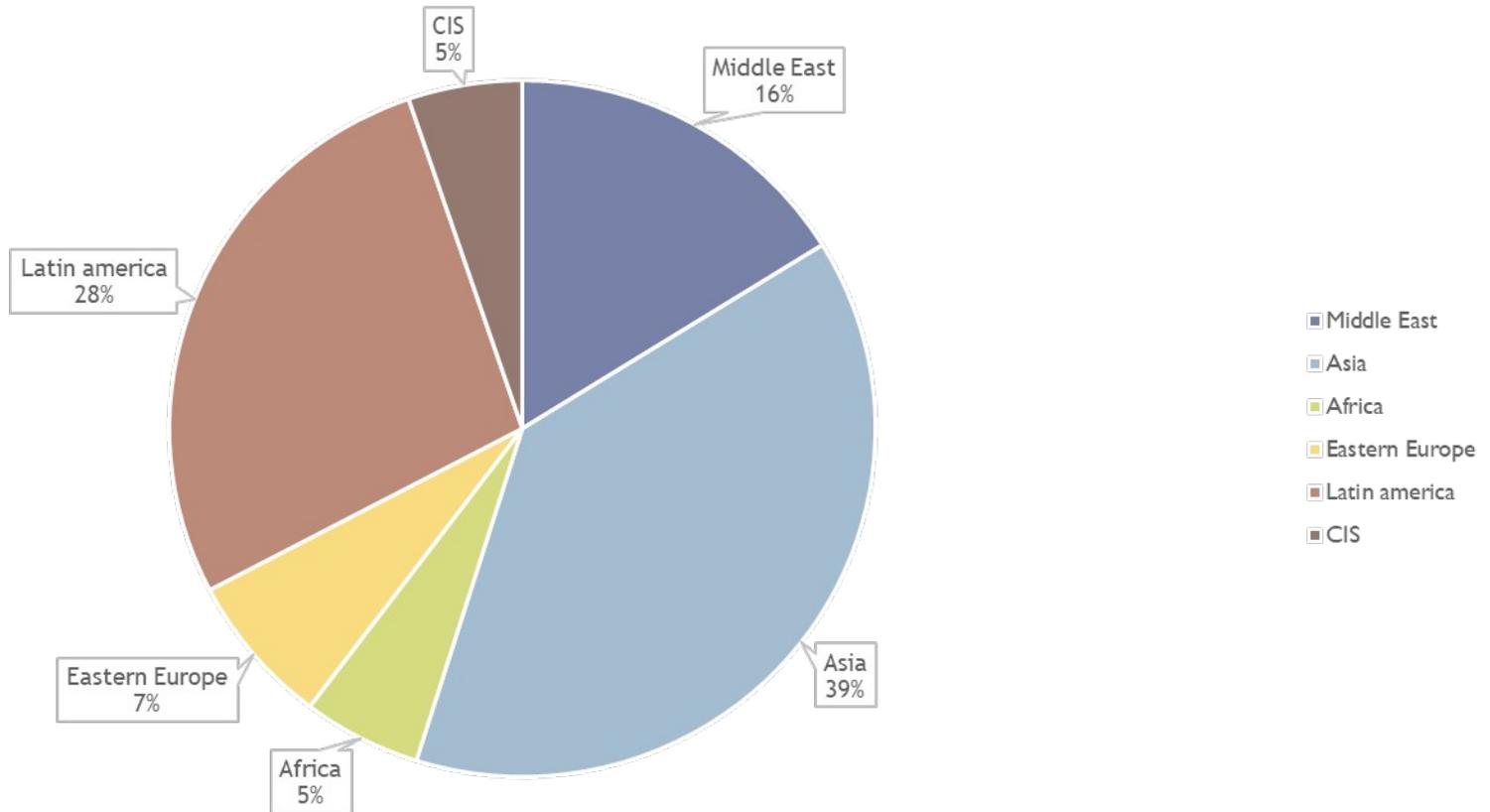
Clauses liées au défaut

Clause de sûreté négative

# Introduction

---

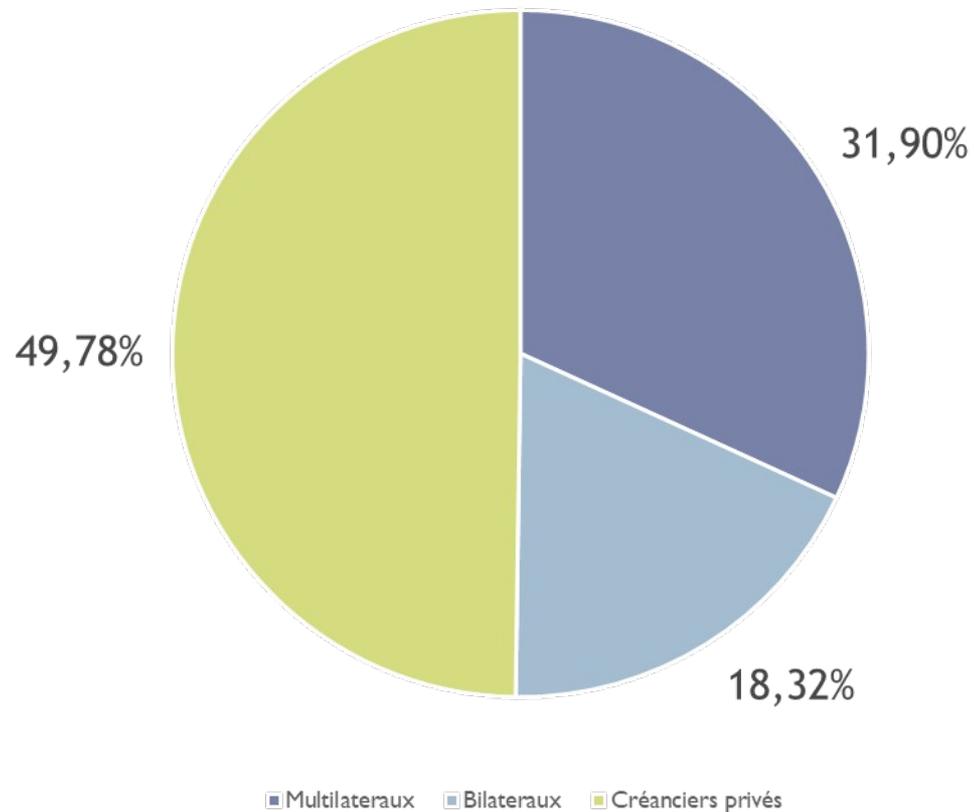
**EM International bonds regional structure**  
31/03/2021



# Introduction

---

Ventilation de la dette extérieure des pays de l'Afrique Subsaharienne par types de créanciers, 2019



---

Note : Afrique du Sud exclue. Source: International Debt Statistics (2021).

---

# Les émissions africaines sur le marché **Chronologie** des eurobonds

- PPTF et IADM

- Crise financière internationale

- Politique monétaire d'assouplissement quantitatif (QE) de la FED, BCE, BOJ et BOE en plus du Forward Guidance (Delphique et Odyséen).

- Accélération des émissions africaines

- Difficulté sur le marché des eurobonds des pays exportateurs de matières premières ( pétrole)

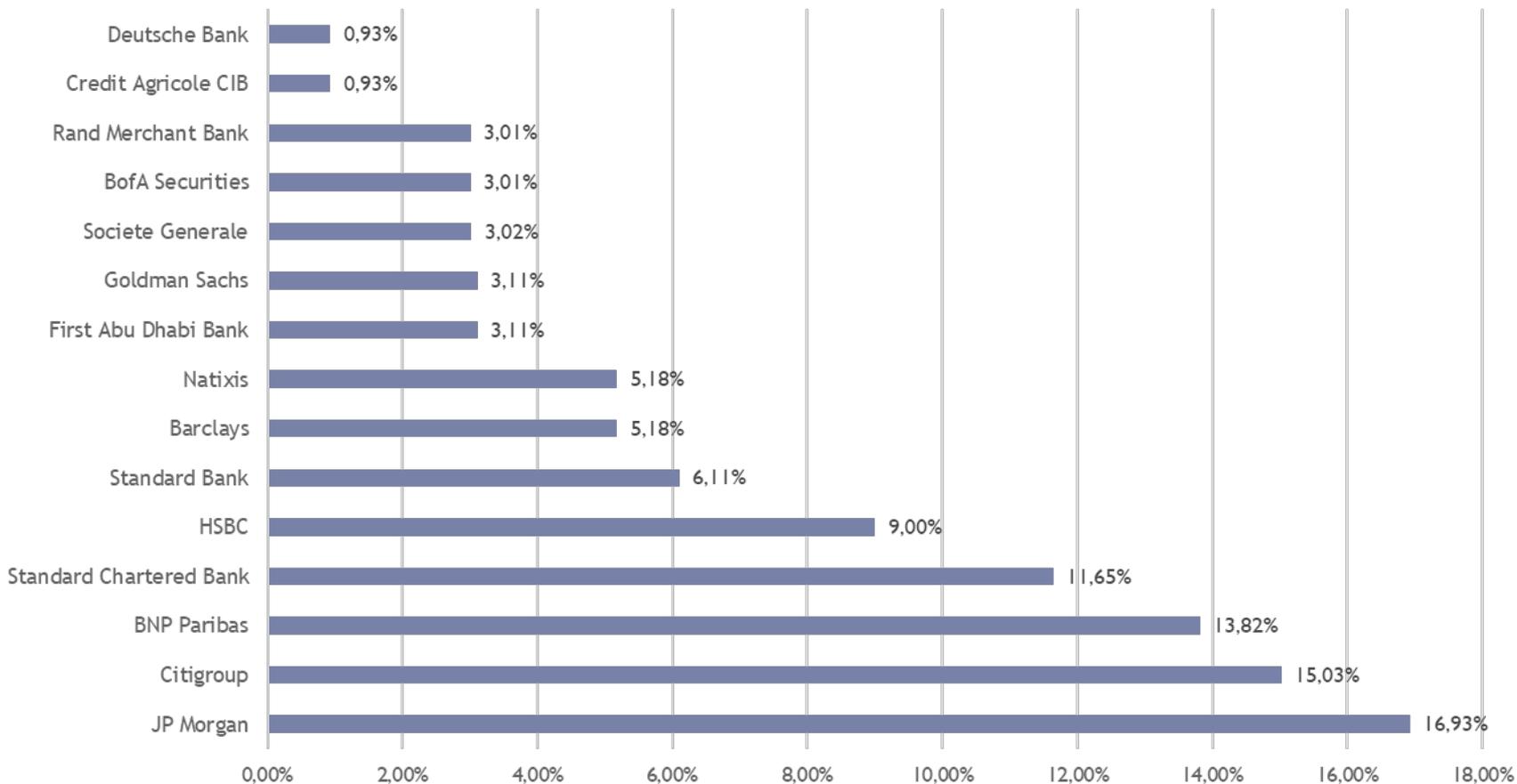
- Crise sanitaire mondiale (COVID-19), phénomène d'overshooting sur les **speculative grades**

- Retour des QE avec des montants records, effet d'annonces des créanciers en faveur des pays en développement

- Anticipation du marché, les rendements du gouvernement américain à la hausse, annonces de la FED et plan Biden.

# Les émissions africaines sur le marché des eurobonds

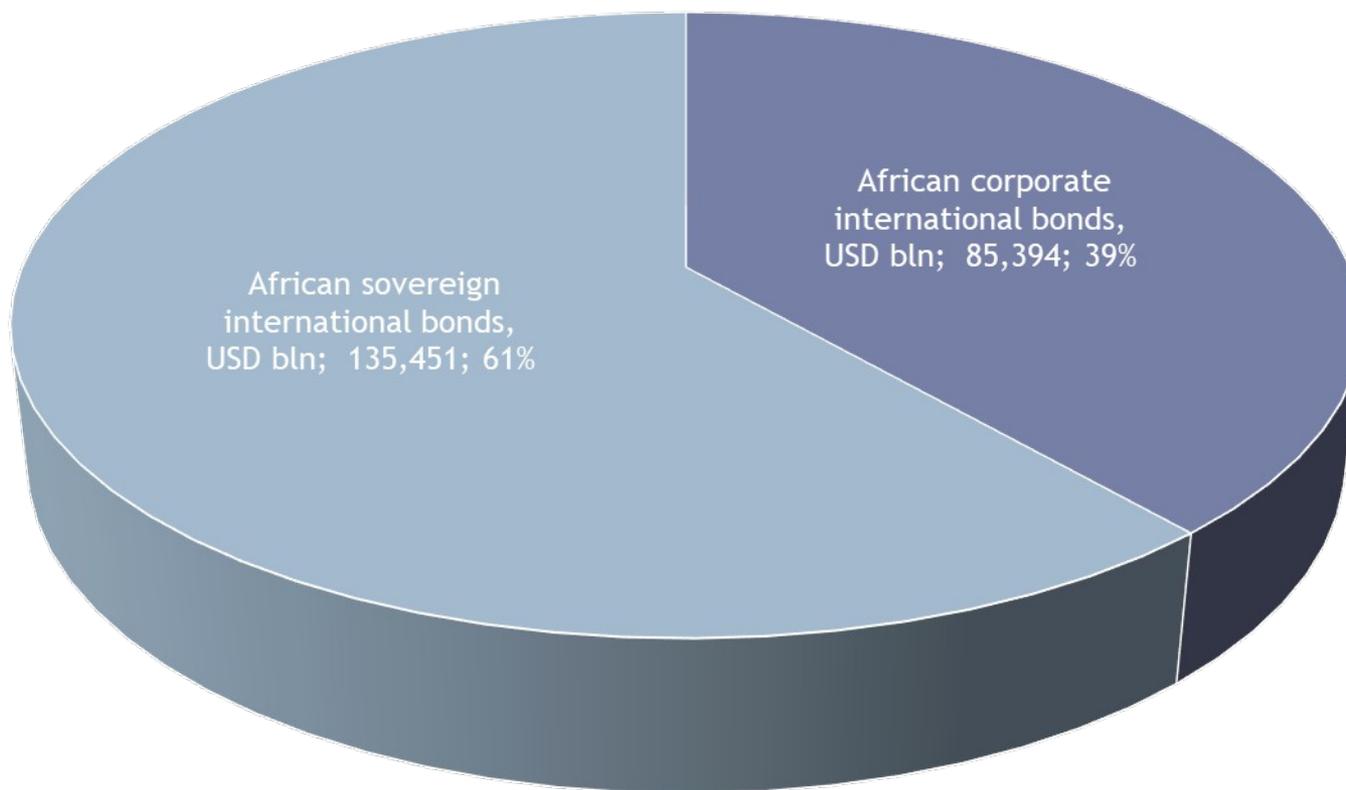
Part de marché des Banques d'Investissement sur les eurobonds souverains africains du 1er avril 2020 au 05 avril 2021



Source : Cbonds

# Les émissions africaines sur le marché des eurobonds

Emissions souveraines et corporates des eurobonds africains à la date du 28 février 2021



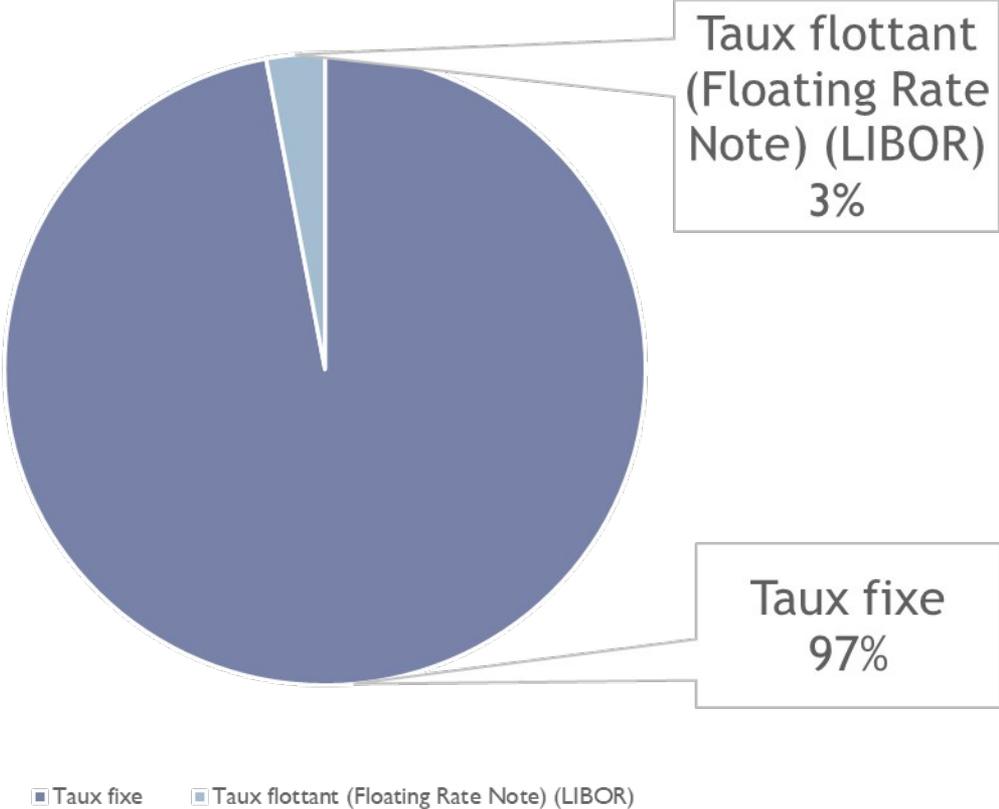
■ African corporate international bonds, USD bln

■ African sovereign international bonds, USD bln

Source : Cbonds

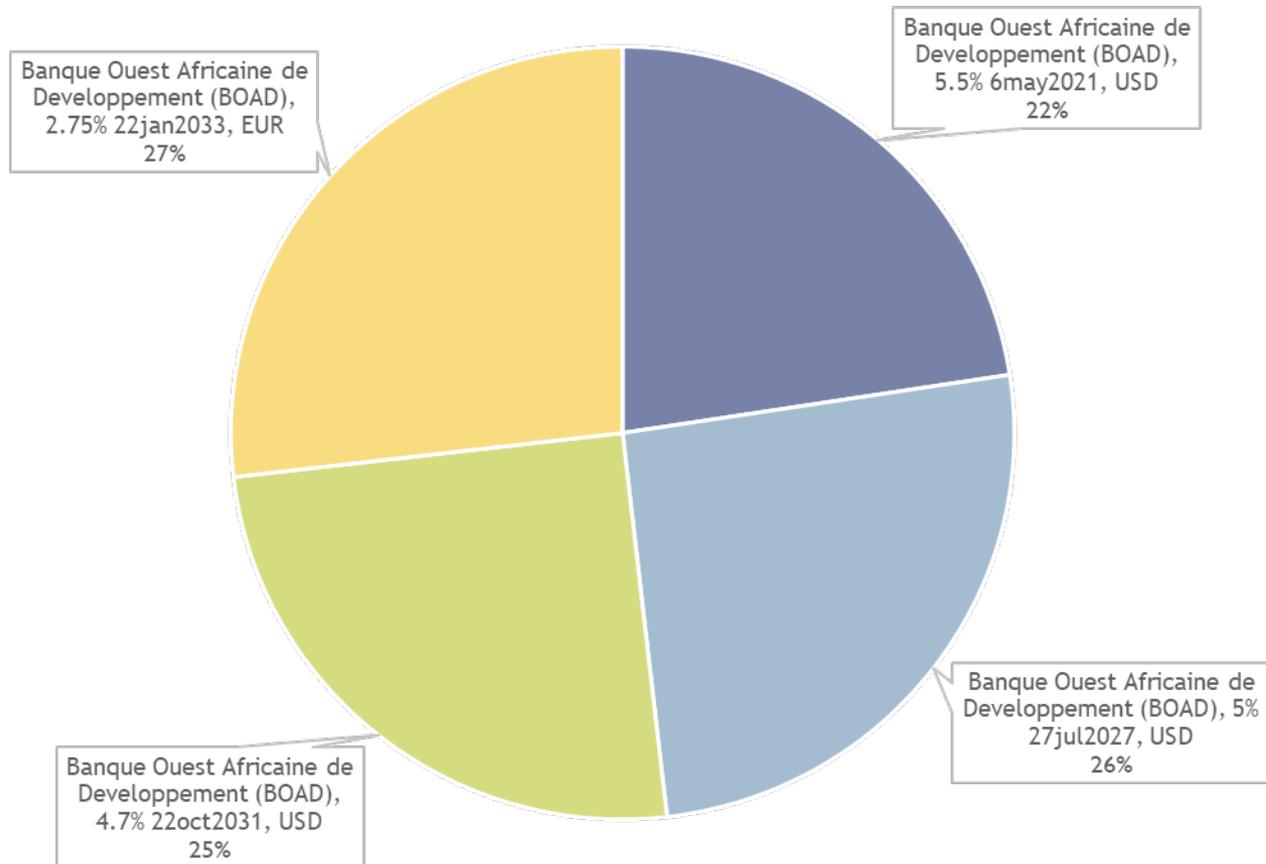
# Banque Africaine de Développement : un gros client du marché (AAA/AAA/Aaa, sécurité maximale)

Emissions en cours de la Banque Africaine de Développement entre janvier 2000 et avril 2021 (part taux fixe, taux flottant). Montant total de l'encours 28 milliards USD



# BOAD : investment grade (BBB/Baa1)

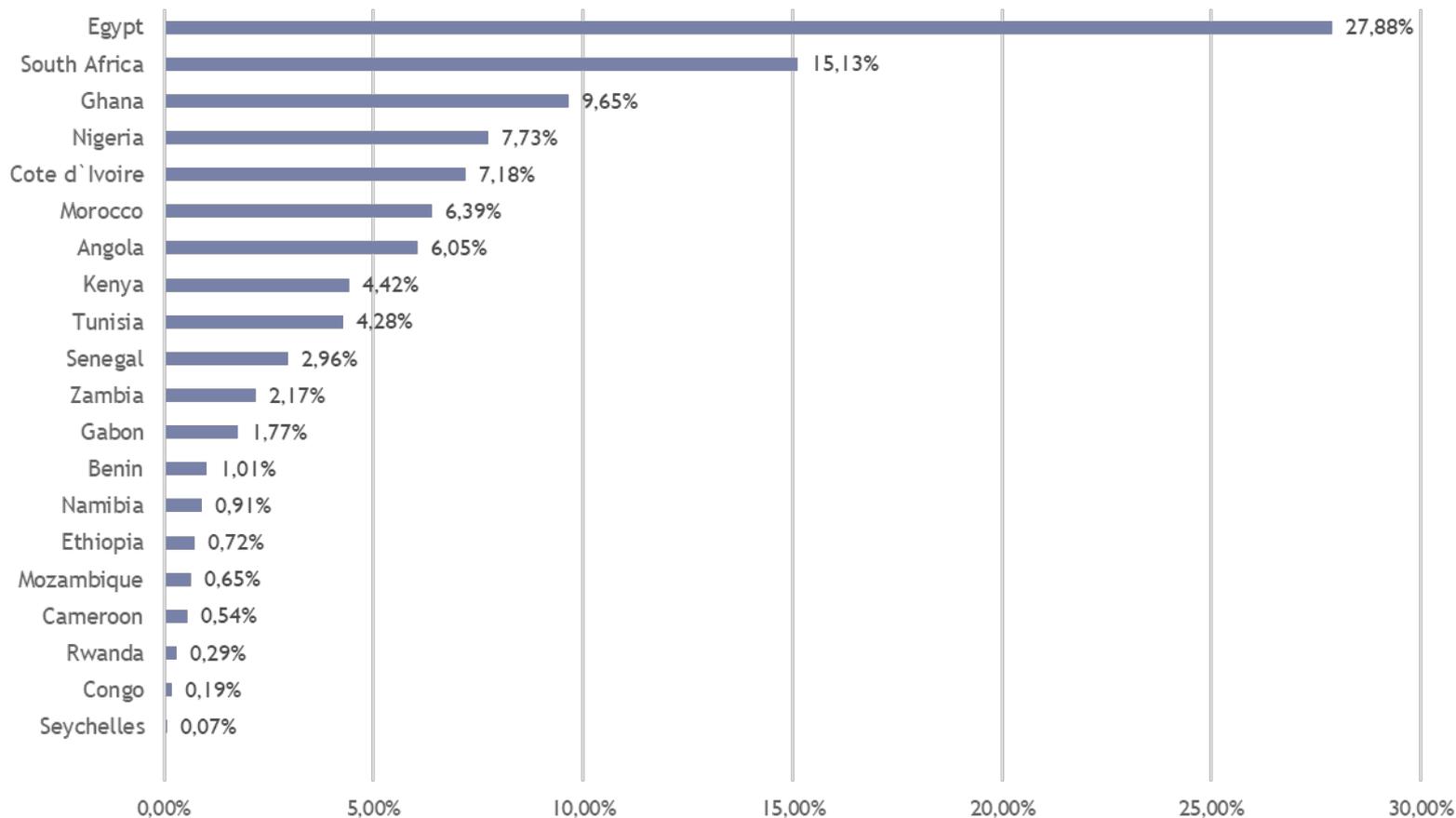
Emission de la BOAD sur le marché des eurobonds entre 2016 et 2021



Cbonds

# Les émissions africaines sur le marché des eurobonds entre 2000 et 2021 : le cas des souverains ( séniors sans garantie)

Part des émissions africaines



Source : Cbonds

# Les émissions africaines sur le marché des eurobonds entre 2000 et 2021 : Un échantillon d'émissions avec des maturités longues

| Issue                                       | Coupon       | Yield pricing | Yield actuel | Fin du placement  | Maturité          |
|---|--------------|---------------|--------------|-------------------|-------------------|
| South Africa, 6.250% 8mar2041, USD          | 6,25%        | 6,39%         | 5,99%        | 01/03/2011        | 08/03/2041        |
| Ghana, 8.875% 7may2042, USD                 | 8,88%        | 9,46%         | 9,26%        | 29/03/2021        | 07/05/2042        |
| <b>Morocco, 5.50% 11dec2042, USD</b>        | <b>5,50%</b> | <b>5,68%</b>  | <b>4,66%</b> | <b>22/05/2013</b> | <b>11/12/2042</b> |
| South Africa, 5.375% 24jul2044, USD         | 5,38%        | 5,57%         | 5,91%        | 17/07/2014        | 24/07/2044        |
| <b>South Africa, 5% 12oct2046, USD</b>      | <b>5%</b>    | <b>5,06%</b>  | <b>5,89%</b> | <b>29/09/2016</b> | <b>12/10/2046</b> |
| Egypt, 8.5% 31jan2047, USD                  | 8,50%        | 8,68%         | 8,51%        | 25/05/2017        | 31/01/2047        |
| <b>South Africa, 5.65% 27sep2047, USD</b>   | <b>5,65%</b> | <b>5,65%</b>  | <b>6,07%</b> | <b>19/09/2017</b> | <b>27/09/2047</b> |
| Nigeria, 7.625% 28nov2047, USD              | 7,63%        | 7,63%         | 7,80%        | 20/11/2017        | 28/11/2047        |
| Egypt, 7.903% 21feb2048, USD                | 7,90%        | 7,90%         | 8,40%        | 13/02/2018        | 21/02/2048        |
| Kenya, 8.25% 28feb2048, USD                 | 8,25%        | 8,25%         | 7,93%        | 21/02/2018        | 28/02/2048        |
| Senegal, 6.75% 13mar2048, USD               | 6,75%        | 6,75%         | 6,97%        | 06/03/2018        | 13/03/2048        |
| <b>Cote d`Ivoire, 6.625% 22mar2048, EUR</b> | <b>6,63%</b> | <b>6,63%</b>  | <b>6,34%</b> | <b>08/02/2021</b> | <b>22/03/2048</b> |
| Angola, 9.375% 8may2048, USD                | 9,38%        | 9,59%         | 9,57%        | 16/07/2018        | 08/05/2048        |
| South Africa, 6.3% 22jun2048, USD           | 6,30%        | 6,39%         | 6,28%        | 15/05/2018        | 22/06/2048        |
| Nigeria, 9.248% 21jan2049, USD              | 9,25%        | 9,46%         | 8,19%        | 14/11/2018        | 21/01/2049        |
| Egypt, 8.7002% 1mar2049, USD                | 8,70%        | 8,89%         | 8,65%        | 19/02/2019        | 01/03/2049        |
| Ghana, 8.627% 16jun2049, USD                | 8,63%        | 7,63%         | 9,27%        | 10/05/2018        | 16/06/2049        |
| <b>South Africa, 5.75% 30sep2049, USD</b>   | <b>5,75%</b> | <b>5,83%</b>  | <b>6,15%</b> | <b>23/09/2019</b> | <b>30/09/2049</b> |
| Angola, 9.125% 26nov2049, USD               | 9,13%        | 9,33%         | 9,53%        | 19/11/2019        | 26/11/2049        |
| Egypt, 8.875% 29may2050, USD                | 8,88%        | 9,07%         | 8,68%        | 21/05/2020        | 29/05/2050        |
| <b>Morocco, 4% 15dec2050, USD</b>           | <b>4%</b>    | <b>4,04%</b>  | <b>4,60%</b> | <b>08/12/2020</b> | <b>15/12/2050</b> |
| Ghana, 8.95% 26mar2051, USD                 | 8,95%        | 9,15%         | 9,40%        | 19/03/2019        | 26/03/2051        |
| <b>Benin, 6.875% 19jan2052, EUR</b>         | <b>6,88%</b> | <b>7,25%</b>  | <b>6,77%</b> | <b>13/01/2021</b> | <b>19/01/2052</b> |
| Egypt, 8.15% 20nov2059, USD                 | 8,15%        | 8,32%         | 8,50%        | 13/11/2019        | 20/11/2059        |
| Egypt, 7.5% 16feb2061, USD                  | 7,50%        | 7,64%         | 8,28%        | 08/02/2021        | 16/02/2061        |
| Ghana, 8.75% 11mar2061, USD                 | 8,75%        | 9,07%         | 9,37%        | 04/02/2020        | 11/03/2061        |

Source : Cbonds

# Emissions souveraines africaines sur le marché des eurobonds : Junk bonds

|                             |         |     |          |             |
|-----------------------------|---------|-----|----------|-------------|
| Maroc ( <i>ange déchu</i> ) | S&P     | BB+ | stable   | Apr 02 2021 |
|                             | Moody's | Ba1 | negative | Feb 04 2021 |
|                             | Fitch   | BB+ | stable   | Oct 23 2020 |
| Afrique du Sud              |         |     |          |             |
|                             | Moody's | Ba2 | negative | Nov 20 2020 |
|                             | Fitch   | BB- | negative | Nov 20 2020 |
|                             | S&P     | BB- | stable   | Apr 30 2020 |
| Namibie                     | Moody's | Ba3 | negative | Dec 04 2020 |
|                             | Fitch   | BB  | negative | Jun 22 2020 |
| Côte d'Ivoire               | Moody's | Ba3 | stable   | Aug 07 2020 |
|                             | Fitch   | B+  | positive | Nov 12 2019 |
| Sénégal                     | Moody's | Ba3 | negative | Aug 07 2020 |
|                             | S&P     | B+  | stable   | Dec 06 2019 |

Source : Trading economics

# Les émissions africaines sur le marché des eurobonds : Défaits souverains récents

Mozambique  
CCC+/Caa2/  
CCC

- Défaut annoncé le 18 janvier 2017
- Restructuration de la dette, trois ans après le défaut

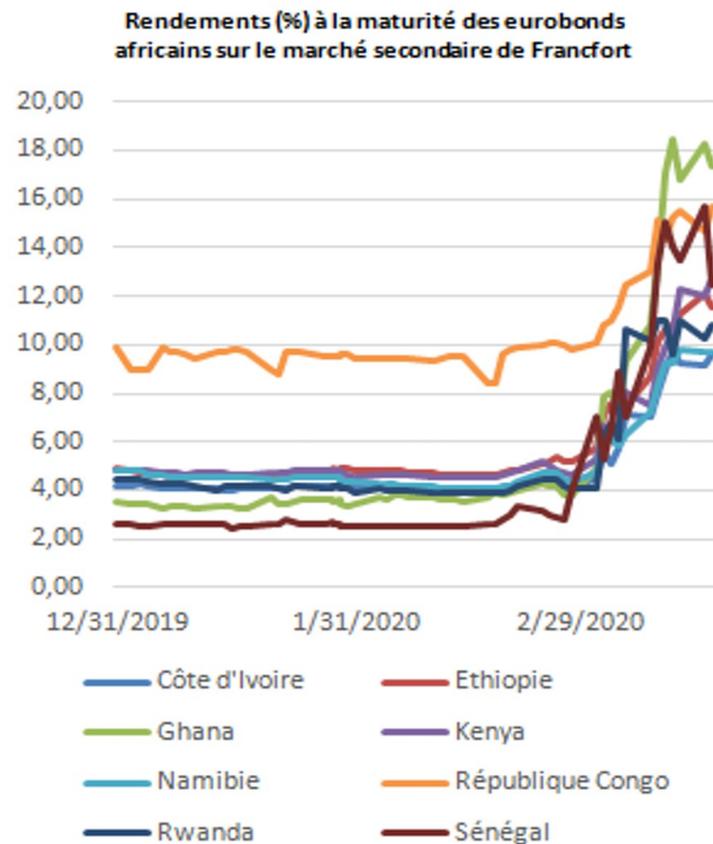
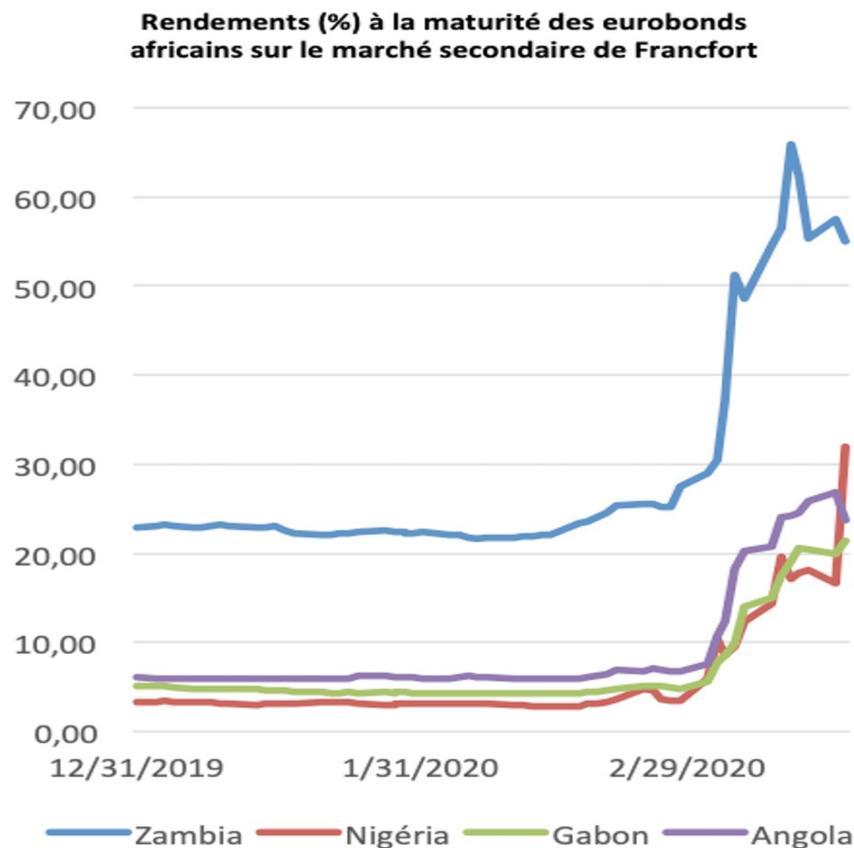
Congo  
CCC+/Caa1

- Annoncé le 30 juin 2017
- La République du Congo a transféré les fonds de paiement au fiduciaire, mais que les fonds ont été gelés dans sa garde, en vertu de deux avis de restriction émis au nom de Commissions Import Export SA. Le 31 août 2017, Delaware Trust, le fiduciaire des euro-obligations de la République du Congo, a transféré 21 millions de dollars d'intérêts et de principal en retard aux détenteurs d'obligations.

Zambie  
SD/Ca/RD

- Période de Grâce 14 octobre 2020/30 janvier 2021
- Négociation plan de restructuration (demande de consentement), mais rejeté par les investisseurs

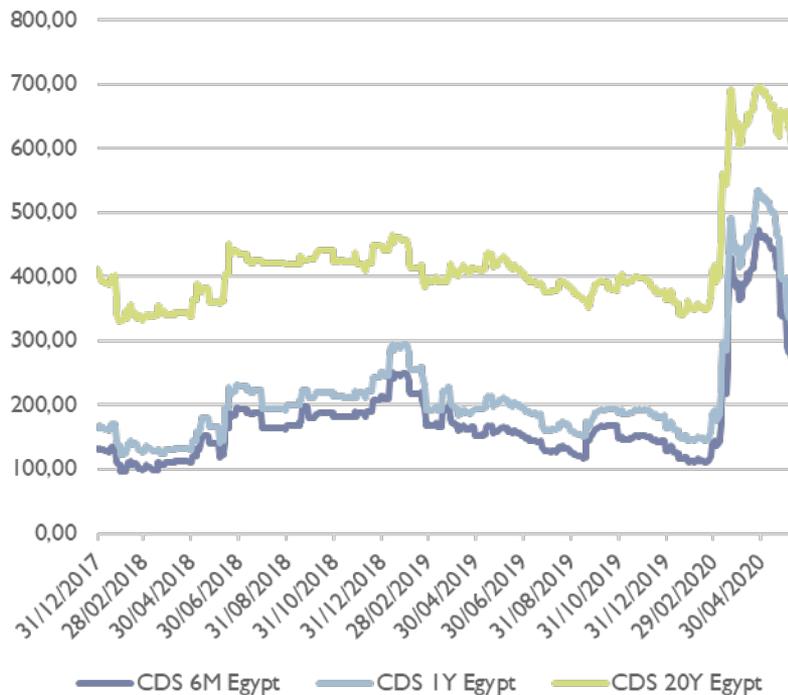
# Les eurobonds africains dans le contexte du COVID-19 : phénomène de surajustement



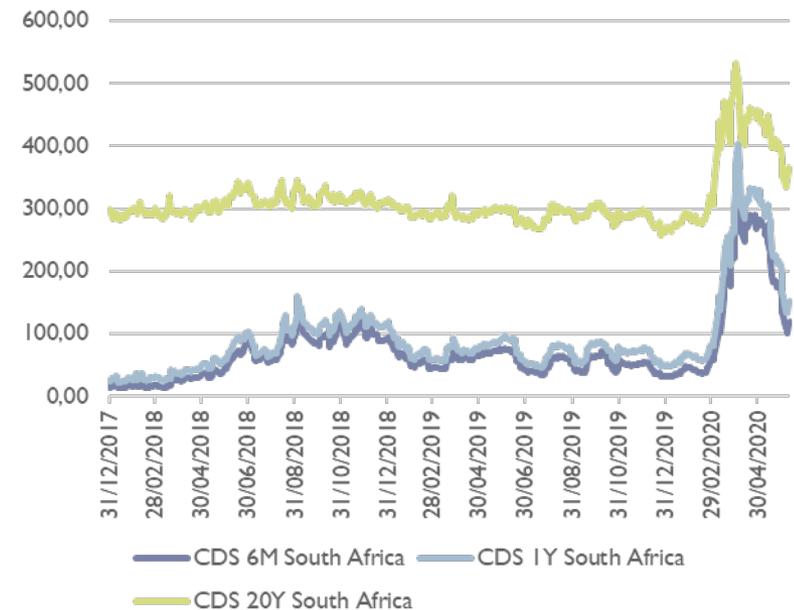
Source : Francfort Stock Exchange  
(2020)

# Les eurobonds africains dans le contexte du COVID-19 : phénomène de surajustement

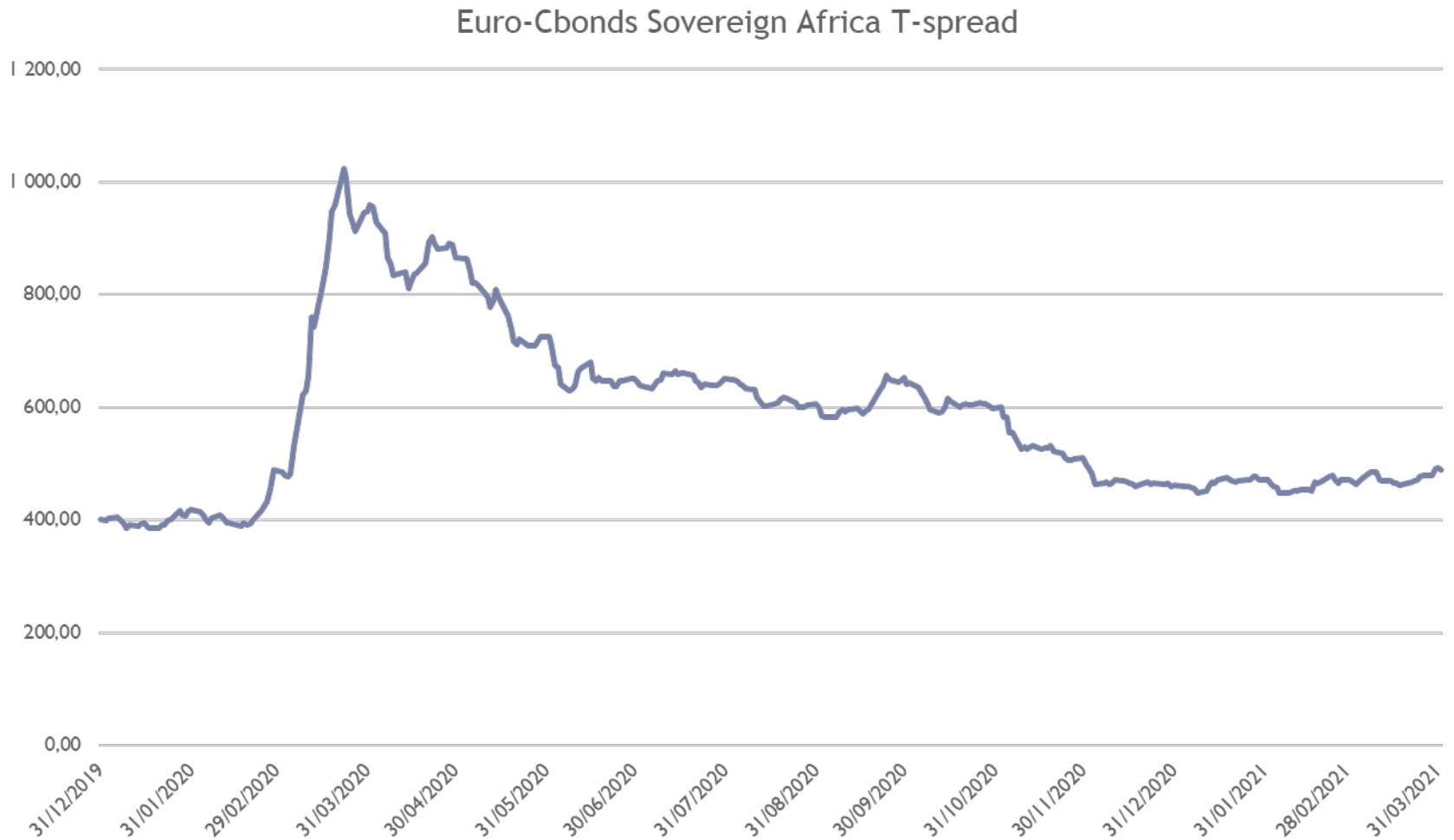
Credit default Swap de l’Egypte



Credit default swap de l’Afrique du Sud



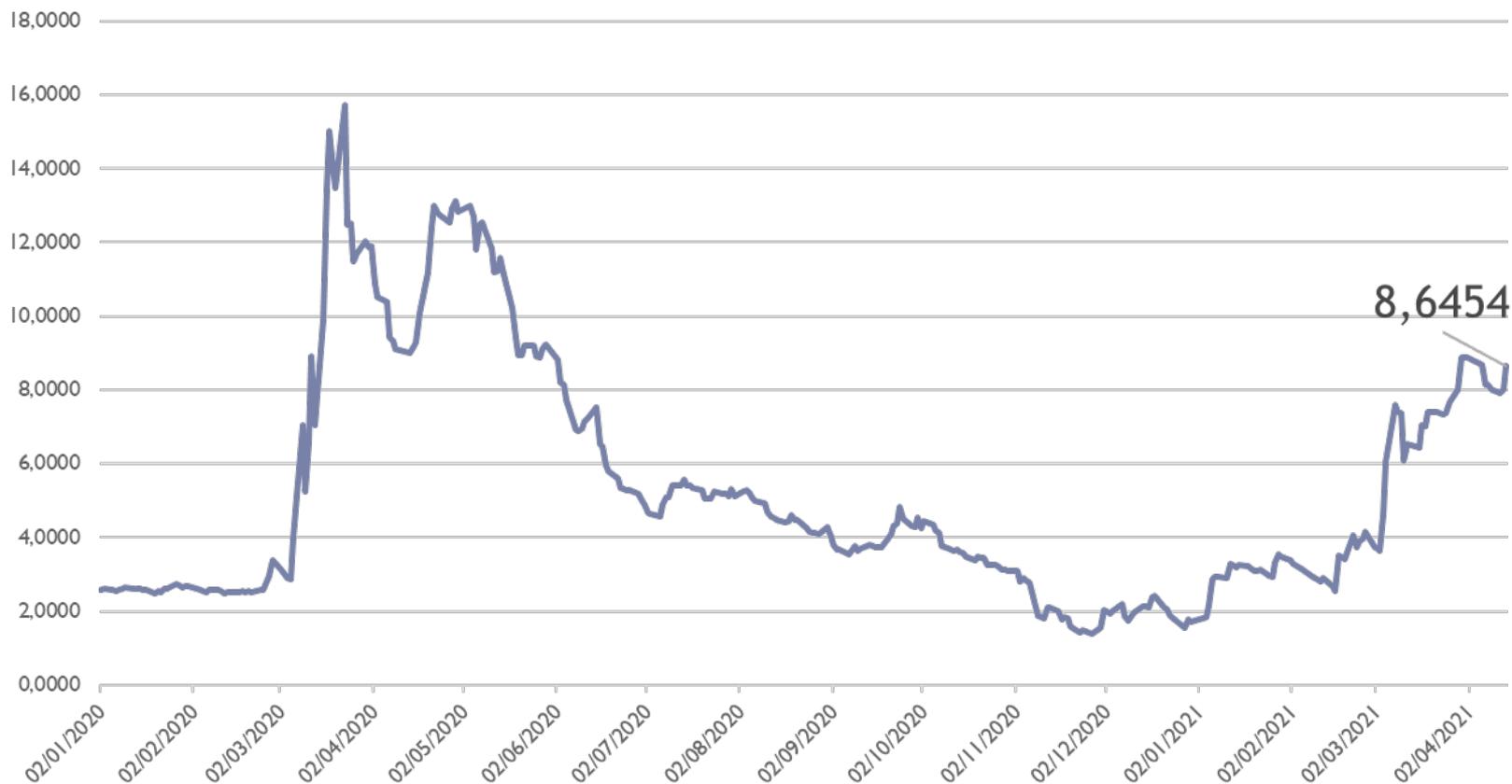
# Indice Euro-Cbonds des souverains africains



Source : Cbonds

# Eurobond du Sénégal échéance 2021 (cotation bid à Francfort)

Rendement à la maturité (%) Eurobond du Sénégal échéance 13 mai 2021, USD



Source : Cbonds

# Phénomène de surajustement sur le marché des Tulipes ( fleurs) en 1636-37

## Tulip Fever



The blood-red flares of *Semper Augustus*, the rarest of all tulip varieties during the mania.

Immediately before the crash, the flower was said to have an asking price of 10,000 guilders, enough to buy a fashionable house on the canals of Amsterdam.

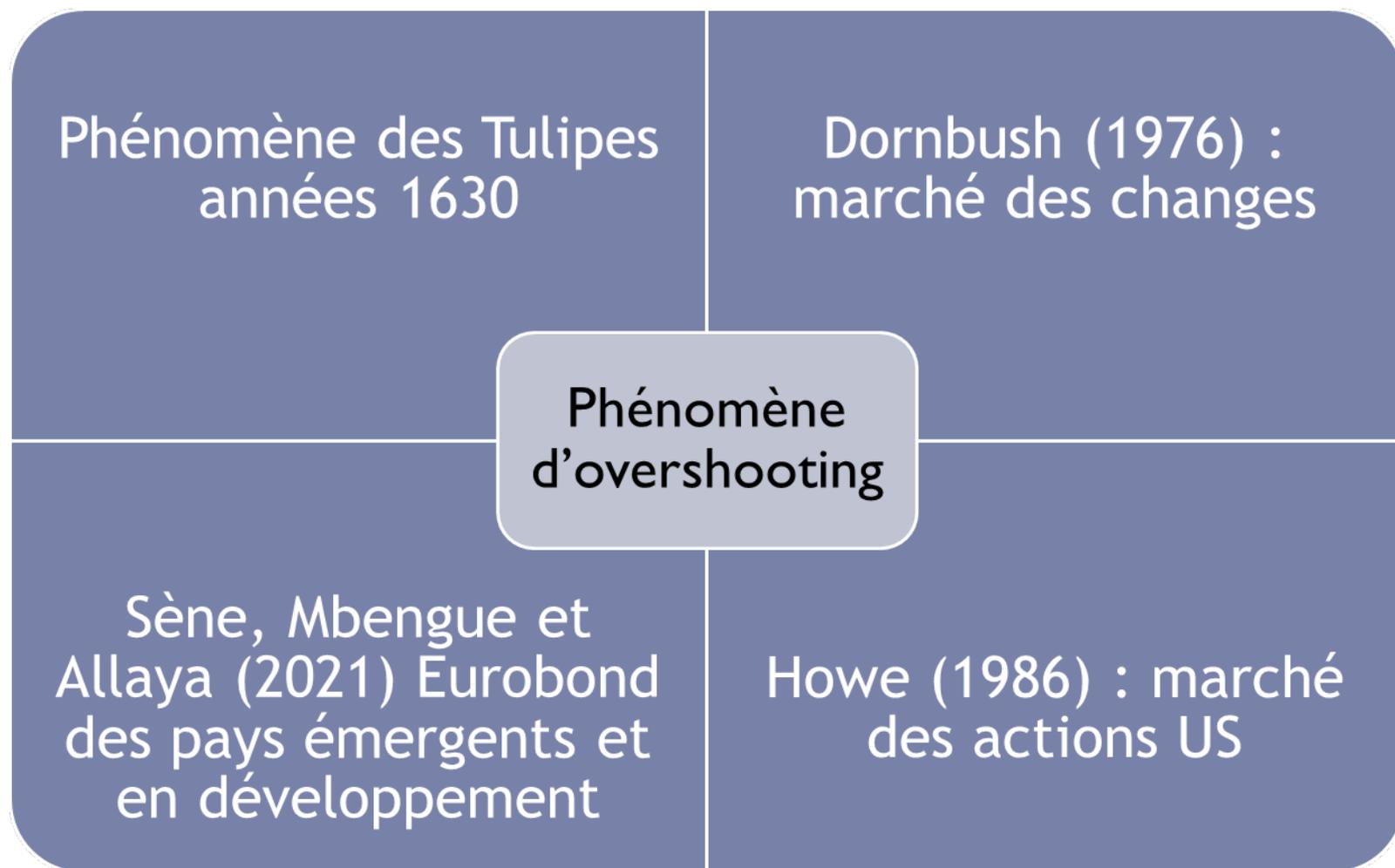
Source: Thompson (2007)  
© FT

Tulip price index 1636-37



# Les eurobonds africains dans le contexte du COVID-19 : phénomène de surajustement

---



## **Les eurobonds africains dans le contexte du COVID-19 : La question de l'ISSD et des QE**

---

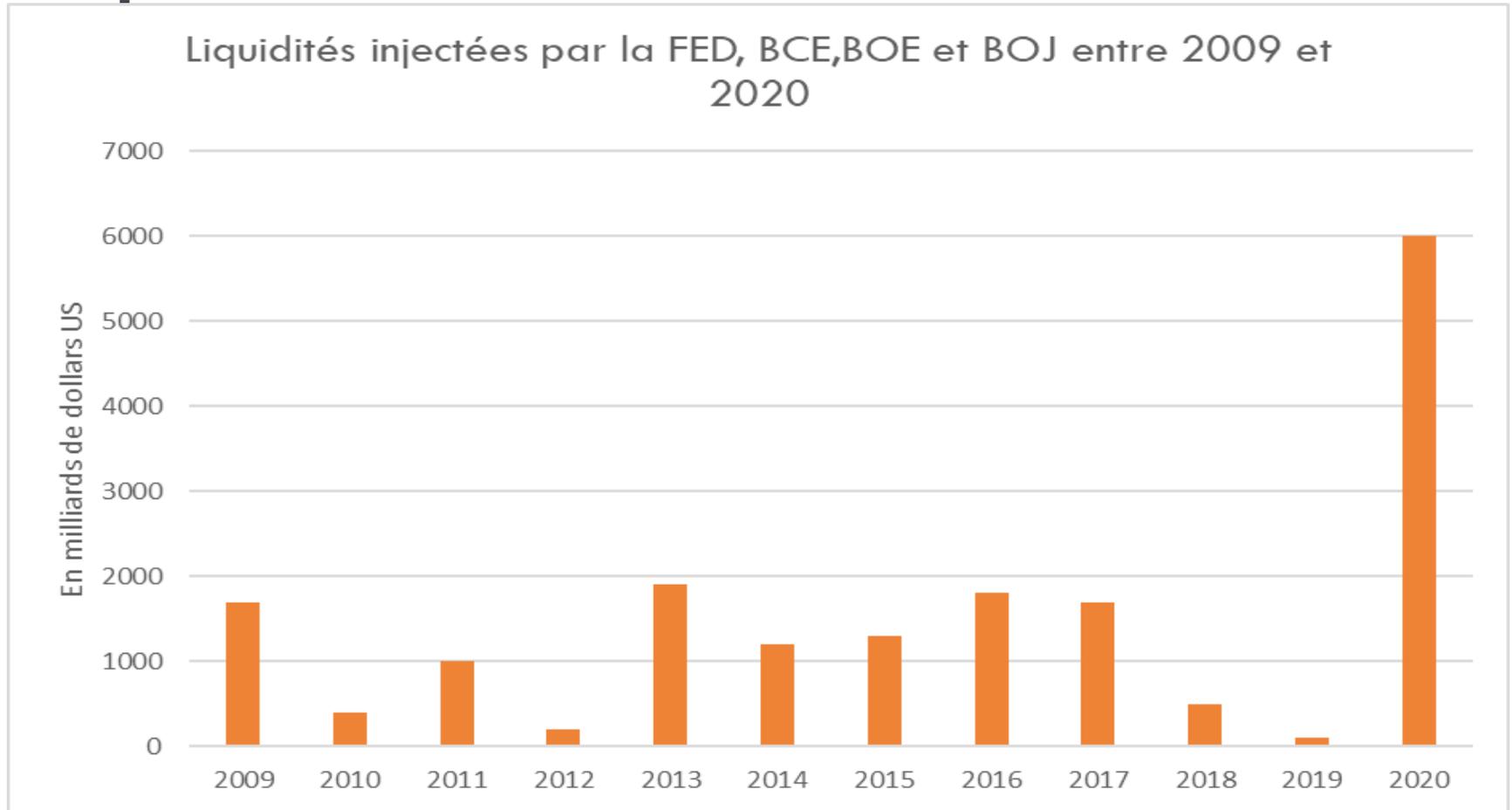
- Toutefois les annonces d'aides de la communauté internationale ( FMI, BM et Club de Paris) de 2020 avaient calmé les marchés. Exception de la participation du privé à l'Initiative de Suspension du Service de la Dette ( ISSD).
- Retour de la liquidité globale en 2020 : les politiques monétaires de Quantitative Easing (QE) à très grande échelle ( la FED et la BCE élargissent les achats de titres aux fallen angels ou anges déchus).

# Les eurobonds africains dans le contexte du COVID-19 : Test d'événement

| Evènement                  | Pré-covid  | Marchés financiers surréagissent suite au choc lié à la pandémie | Rendements convergent vers leur niveau d'avant covid | Annonces récentes de la FED |
|----------------------------|------------|--|--|-----------------------------|
| <b>Pays</b>                | 02/01/2020 | 30/03/2020   | 03/09/2020   | 25/03/2021                  |
| <b>Maroc</b>               | 2,02%      | 3,58%  | 1,52%  | 2,15%                       |
| <b>Namibie</b>             | 3,81%      | 8,10%  | 4,47%  | 3,27%                       |
| <b>Afrique du Sud</b>      | 4,40%      | 7,02%  | 4,71%  | 4,08%                       |
| <b>Rwanda</b>              | 4,29%      | 7,77%  | 5,11%  | 4,30%                       |
| <b>Tunisie</b>             | 5,59%      | 7,95%  | 5,96%  | 4,88%                       |
| <b>Sénégal</b>             | 4,43%      | 8,18%  | 4,92%  | 5,08%                       |
| <b>Côte d'Ivoire</b>       | 5,25%      | 7,86%  | 5,91%  | 5,13%                       |
| <b>Egypte</b>              | 5,56%      | 9,36%  | 6,08%  | 5,22%                       |
| <b>Cameroun</b>            | 6,43%      | 8,85%  | 7,58%  | 5,74%                       |
| <b>Bénin</b>               | 4,72%      | 10,04%   | 6,55%  | 5,81%                       |
| <b>Ethiopie</b>            | 4,71%      | 9,64%  | 5,64%  | 5,94%                       |
| <b>Kenya</b>               | 6,22%      | 9,02%  | 6,77%  | 6,69%                       |
| <b>Gabon</b>               | 5,38%      | 18,69%   | 6,52%  | 6,76%                       |
| <b>Ghana</b>               | 6,75%      | 13,51%   | 7,79%  | 7,97%                       |
| <b>Nigéria</b>             | 6,53%      | 13,02%   | 6,37%  | 8,84%                       |
| <b>République du Congo</b> | 8,99%      | 12,97%   | 12,55%   | 9,21%                       |
| <b>Angola</b>              | 7,15%      | 27,77%   | 10,99%   | 13,88%                      |
| <b>Zambie</b>              | 20,19%     | 35,62%   | 33,89%   | 38,43%                      |

Source : Calcul de l'auteur à partir des données de Cbonds

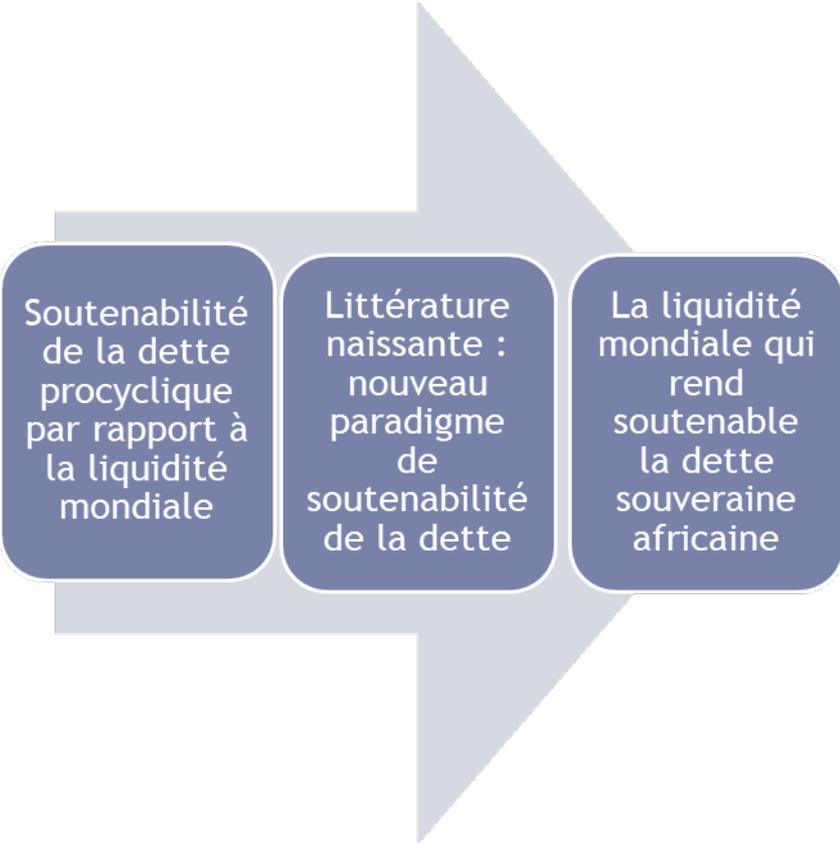
## La liquidité mondiale facteur de soutenabilité de la dette des



Source : FitchRatings

# La liquidité mondiale facteur de soutenabilité de la dette des pays africains présents sur les eurobonds

---



Soutenabilité de la dette procyclique par rapport à la liquidité mondiale

Littérature naissante : nouveau paradigme de soutenabilité de la dette

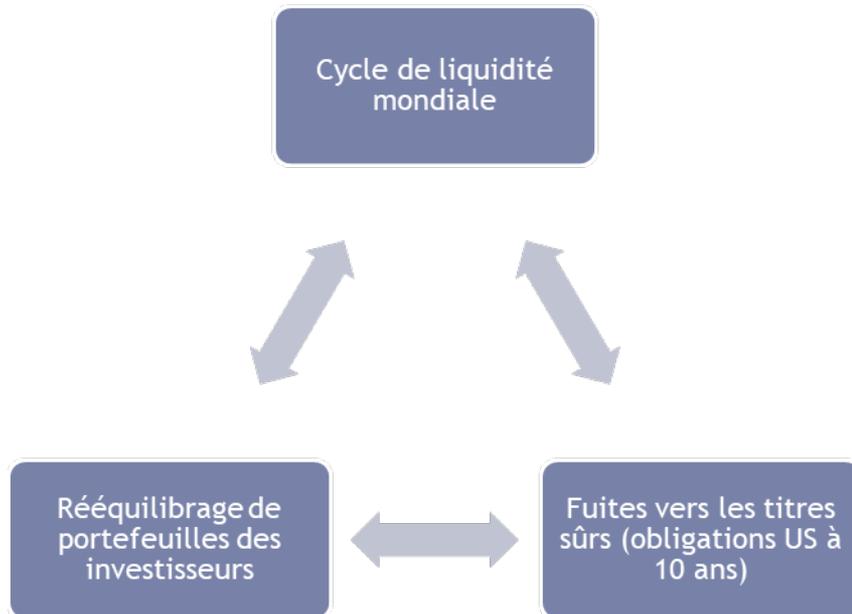
La liquidité mondiale qui rend soutenable la dette souveraine africaine

Bonizzi et Laskaridis (2020) : The political economy of external debt within low-income countries in an **age of asset management**. SPERI - The University of Sheffield

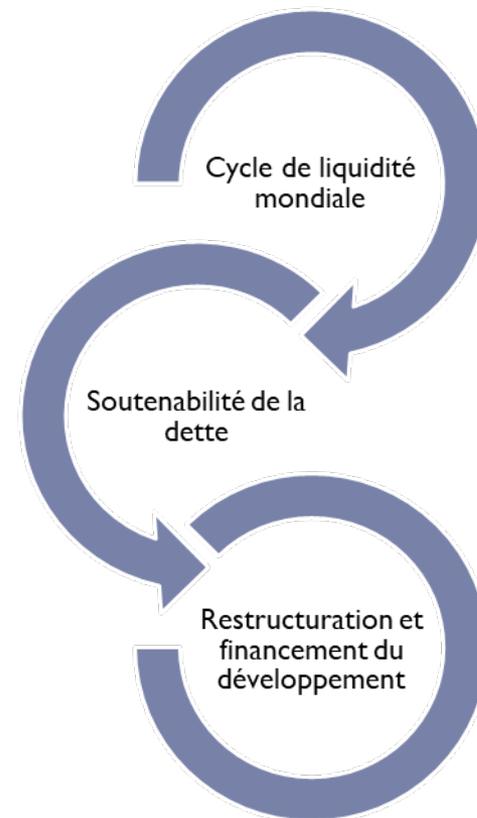
Souaré, Wane et Sène (2021) : Sustainability of Portfolio Diversification in Sub-Saharan African Low-Income Countries. En revision *international review of economics & finance*

# La liquidité mondiale facteur de soutenabilité de la dette des pays africains présents sur les eurobonds

## Cycle de liquidité mondiale et comportement des investisseurs



## Pays en développement connectés au cycle de liquidité mondiale



# La liquidité mondiale facteur de soutenabilité de la dette des pays africains présents sur les eurobonds ?

---

## La gestion d'actifs au cœur des eurobonds

iShares Emerging Markets High Yield Bond ETF

iShares J.P. Morgan \$ EM Bond UCITS ETF

iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond Index ETF

iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF

iShares Short Term Strategic Fixed Income ETF

iShares Core Total USD Bond Market ETF

Vanguard Emerging Markets Government Bond ETF

Vanguard USD Emerging Markets Government Bond UCITS ETF

Xtrackers USD Emerging Markets Bond UCITS ETF

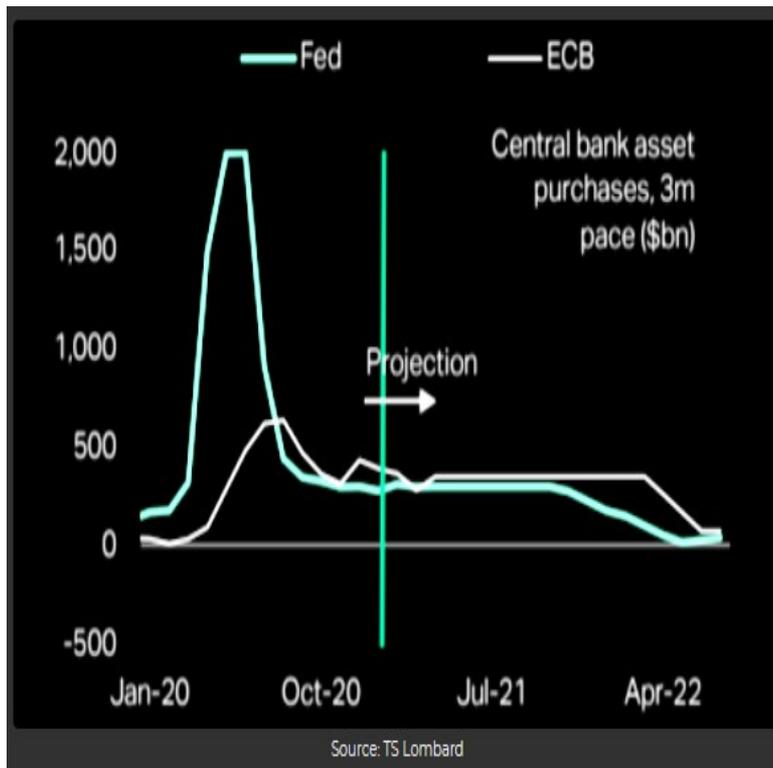
iShares Conservative Short Term Strategic Fixed Income ETF

iShares Conservative Strategic Fixed Income ETF



# Les annonces récentes de la FED et de la BCE et la réaction des marchés

## QE de la FED et de la BCE (2020 – 2022)

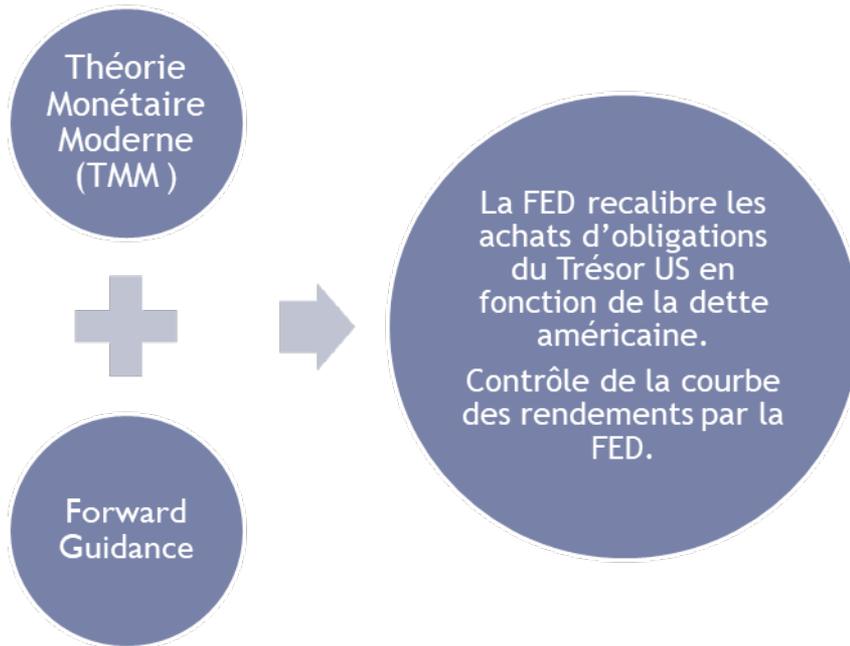


L'expansion relative du bilan des banques centrales suggère qu'en 2021, la BCE devrait acheter 250 milliards de dollars d'actifs de plus que la Fed. La politique de la BCE continuera d'être plus accommodante que celle de la Fed, et elle sera un frein pour l'euro.

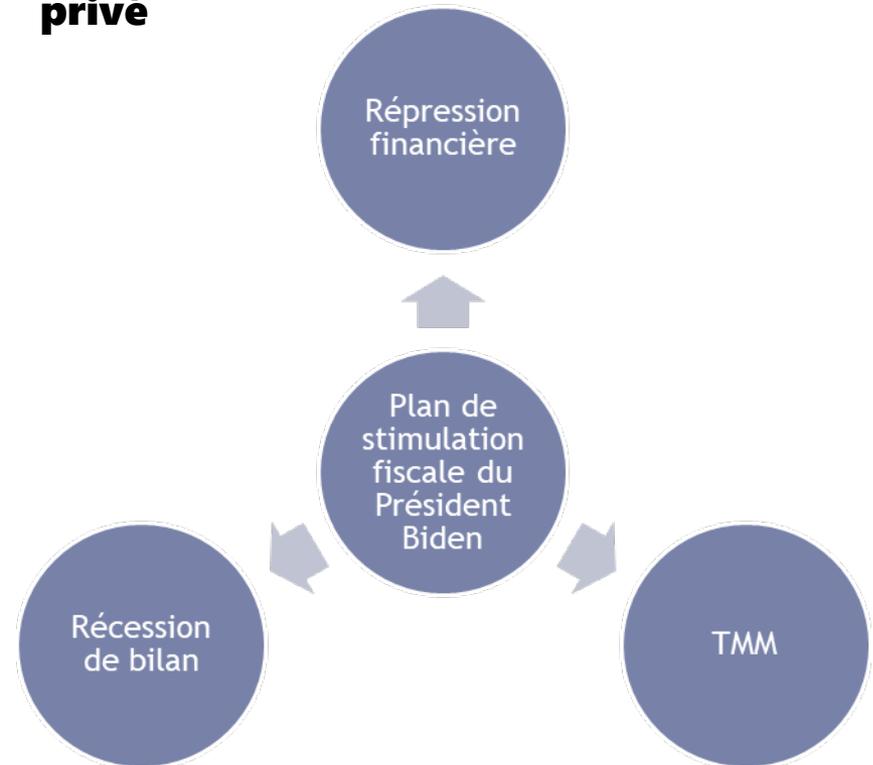
# Les annonces récentes de la FED et de la BCE et la réaction des marchés

---

## Vers un changement de paradigme de la politique monétaire de la FED ?

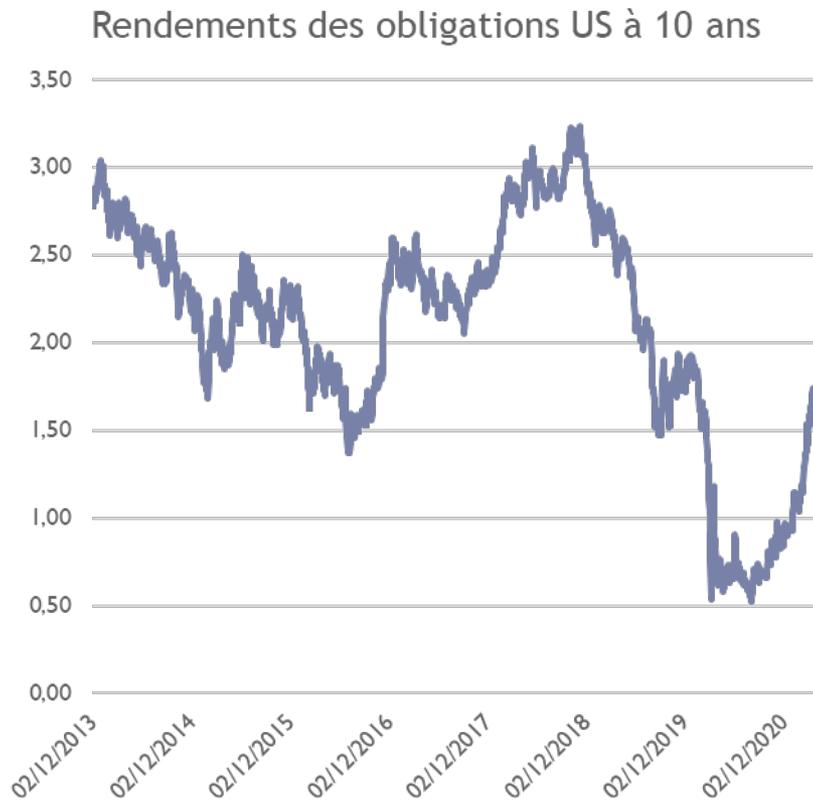


## Coordination des stratégies de politiques monétaire et budgétaire pour compenser l'absence du secteur privé

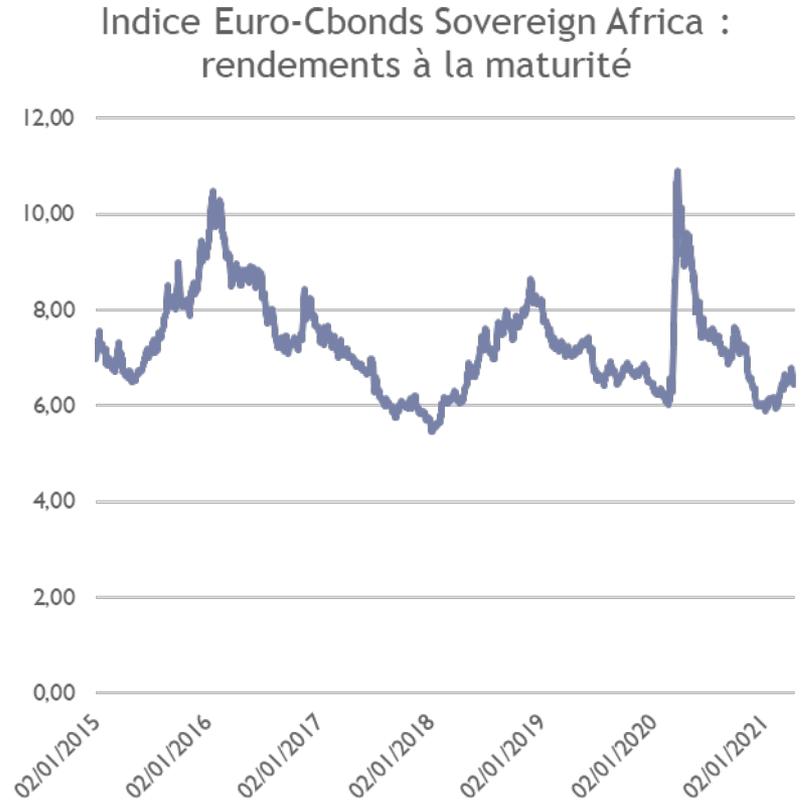


# Les annonces récentes de la FED et de la BCE et la réaction des marchés

## Réaction des obligations américaines à 10 ans avant et après les annonces



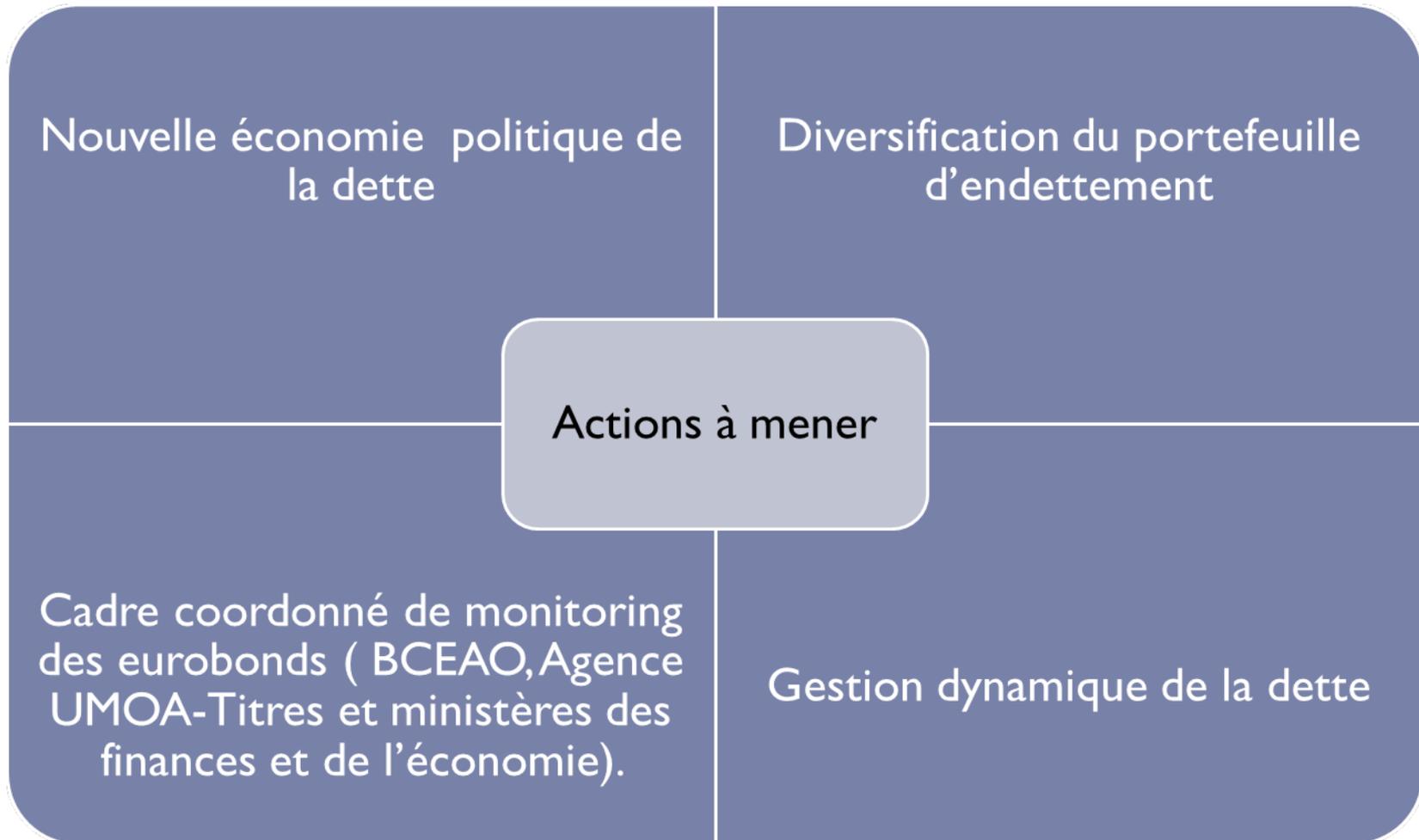
## Réaction des eurobonds africains avant et après les annonces



Source : Auteur à partir des données de Cbonds

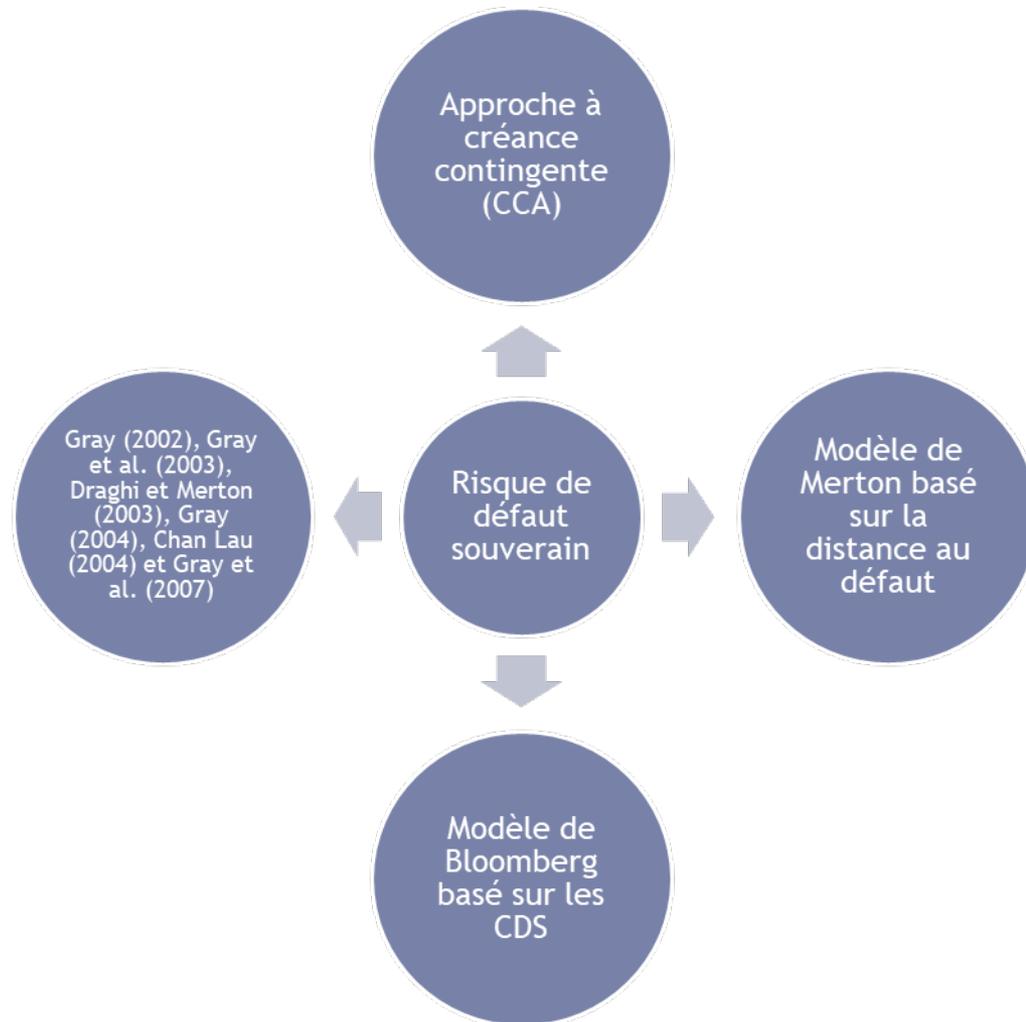
# Implications de politiques économiques

---



# Implications de politiques économiques

---



---

**Je vous remercie de votre attention**