

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

| **MAROC** | ANNUEL 2021
Marché des Taux

DES STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT FAVORISANT LE COMPARTIMENT COURT TERME EN 2021

- 03 | Une reprise économique visible sur les finances publiques en 2021
- 04 | Un marché local de la dette sous de faibles pressions
- 05 | Des stratégies d'investissement favorisant davantage le compartiment CT
- 06 | Poursuite du glissement de la courbe des Taux en 2021



Attijari
Global Research

EXECUTIVE SUMMARY

L'année 2021 a été marquée par la poursuite de la tendance haussière des besoins de financement du Trésor eu égard au réajustement de la politique budgétaire contra-cyclique de l'État. Sous l'effet des répercussions négatives de la crise sanitaire et face aux impératifs de la relance économique, le déficit budgétaire s'est maintenu à des niveaux élevés, soit à 6,4% du PIB en 2021 contre 7,6% en 2020 et par rapport à un niveau normatif de 3,5% pré-crise.

En l'absence d'une nouvelle sortie à l'international en 2021, le Trésor a bénéficié tout de même d'un repli sensible de son coût de financement sur le marché domestique. À l'origine, une bonne exécution des prévisions de la LF 21 qui se reflète par une situation très confortable des finances publiques. Celle-ci a été confortée par l'amélioration des recettes fiscales dans un contexte de reprise économique, la concrétisation des recettes de privatisation ainsi que des financements innovants prévus dans le cadre de la LF 21.

Dans ces conditions, nous avons assisté à une orientation baissière des Taux sur les compartiments primaire et secondaire en 2021. L'ampleur de ce rythme baissier demeure toutefois nettement moins important qu'en 2020, particulièrement sur les tranches de maturité CMT.

Afin de faire face aux effets de la crise sanitaire de la Covid-19 sur l'activité économique, le Trésor a entrepris ces deux dernières années une politique expansionniste. Celle-ci a pour objectif d'accompagner la relance économique à travers notamment une augmentation des dépenses publiques principalement celles de l'investissement. Avec des besoins de financement dépassant les 82 MMDH en 2020 et 75 MMDH en 2021, l'État s'est ainsi orienté principalement vers l'endettement pour financer son déficit, se traduisant par un rallongement de la dette du Trésor en 2020 et 2021E. Dans ces conditions, la dette du Trésor s'est appréciée de 6,6% durant la période 2020-2021E, passant de 832 MMDH en 2020 à 887 MMDH en 2021E.

Rapporté au PIB, et compte tenu du rebond économique observé en 2021, le taux d'endettement du Trésor devrait se maintenir cette année quasiment au même niveau qu'en 2020, autour des 76,0% selon nos estimations, après s'être établi à 64,9% en 2019.

Lamyae Oudghiri

Manager
+212 529 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma

Meryeme Hadi

Associate
+212 529 03 68 17
m.hadi@attijari.ma

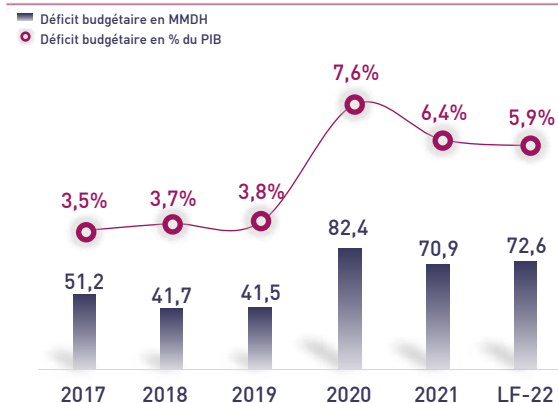
UNE REPRISE ÉCONOMIQUE VISIBLE SUR LES FINANCES PUBLIQUES EN 2021

Un équilibre budgétaire en amélioration..., un recours quasi-exclusif au marché intérieur ...

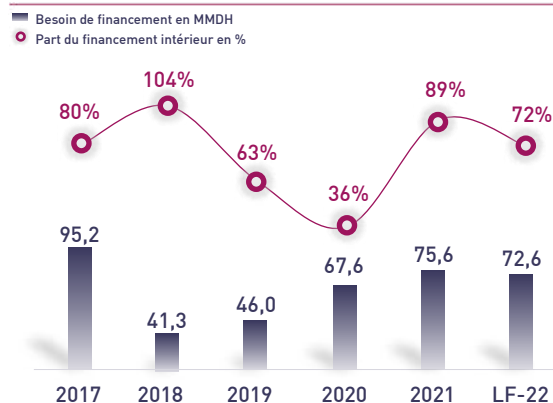
Les signes tangibles de redressement de l'économie nationale à plus +7,3% en 2021 se sont reflétés positivement sur les finances publiques de l'État. Dans ce contexte, le déficit budgétaire en 2021 s'améliore de 1,2 points comparativement à 2020, passant de 7,6% (82,4 MMDH) à 6,4% du PIB (70,9 MMDH).

En 2021, la politique de financement du Trésor a rompu avec la tendance observée durant ces deux dernières années. Alors que la part du financement intérieur n'a représenté que 49% sur la période 2019-2020, celle-ci est passée à 90% du financement total du Trésor en 2021. En effet, les tirages extérieurs se sont établis à 18,4 MMDH contre une prévision de la LF 2021 de 41 MMDH, soit un taux de réalisation bas de 45%.

ÉVOLUTION DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE 2017-2022E



ÉVOLUTION DU BESOIN DE FINANCEMENT 2017-2022E



... sans grande pression, grâce à l'effet expansif des levées à l'international en 2020

En dépit d'une hausse des besoins de financement du Trésor et d'un recours prononcé au marché intérieur, nous n'avons pas assisté en 2021 à des tensions visibles sur le Budget de l'État. Une situation justifiée en partie par la concrétisation des financements innovants du Trésor en 2021. Ces derniers ont permis d'encaisser un montant global de 12 MMDH [Cf. Budget Focus - Bilan 2021].

Parallèlement, l'effet expansif des deux sorties à l'international en 2020 s'est maintenu sur les comptes du Trésor tout au long de l'année 2021. Les niveaux importants des placements du Trésor sur le marché monétaire en attestent. L'encours global incluant les placements à blanc et avec prise en pension a avoisiné les 10 MMDH en moyenne quotidienne en 2021, soit en quasi-stagnation par rapport à 2020. Celui-ci s'est limité à 7,2 MMDH en 2019.

Par ailleurs, la gestion active de la dette du Trésor à travers la multiplication des opérations d'échanges de BDT en 2021 a permis de réajuster le profil de la dette et de lisser les tombées sur le CT. Ces dernières sont passées de 6,7 MMDH en 2019 à 20,7 MMDH en 2020 pour atteindre plus de 25 MMDH en 2021.

TRÉSOR : ENCOURS DES PLACEMENTS MONÉTAIRES



TRÉSOR : OPÉRATIONS D'ÉCHANGE DE BDT



Sources : Ministères des finances, Salle des marchés AWB, Calculs & Analyse AGR

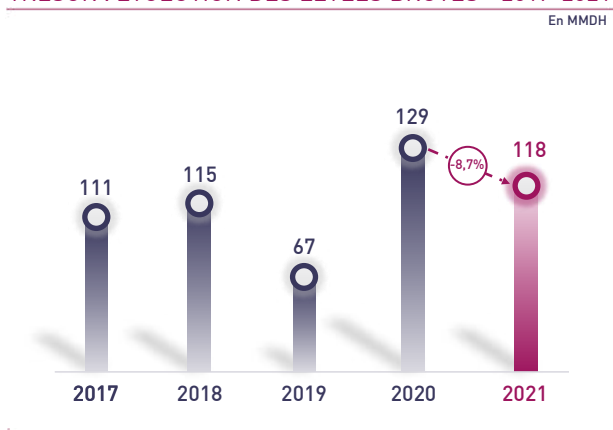
UN MARCHÉ LOCAL DE LA DETTE SOUS DE FAIBLES PRESSIONS

Une souscription en baisse malgré un recours quasi-exclusif au marché intérieur ...

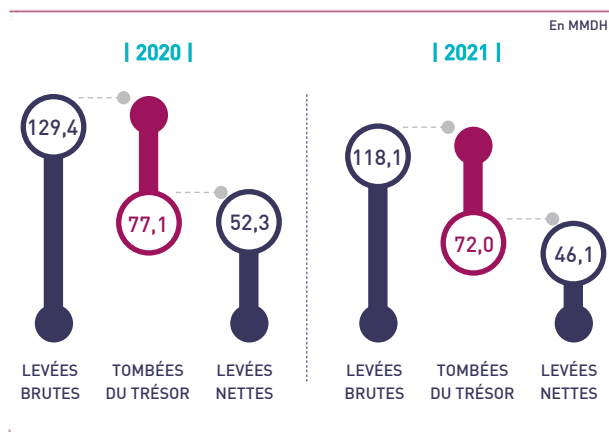
Malgré le recours quasi-exclusif au marché intérieur en 2021, les levées brutes⁽¹⁾ sur le marché des adjudications se sont établies à 118 MMDH en 2021, en baisse de -8,7% par rapport à l'année précédente. Ce niveau demeure tout de même plus élevé par rapport à la période pré-crise, avec une souscription moyenne de 98 MMDH entre 2017 et 2019. À l'origine, une situation confortable de la trésorerie du Trésor.

Cette évolution est encore plus prononcée au niveau des levées nettes⁽²⁾ du Trésor en 2021. Ces dernières ressortent à 46,1 MMDH en 2021 contre 52,3 MMDH en 2020, soit un repli de -11,9%. Cette situation s'explique principalement par des tombées en capital et en intérêt moins importantes en 2021. Celles-ci sont passées de 77,1 MMDH à 72,0 MMDH durant la période 2020-2021.

TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES BRUTES⁽¹⁾ 2017-2021



TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES NETTES⁽²⁾



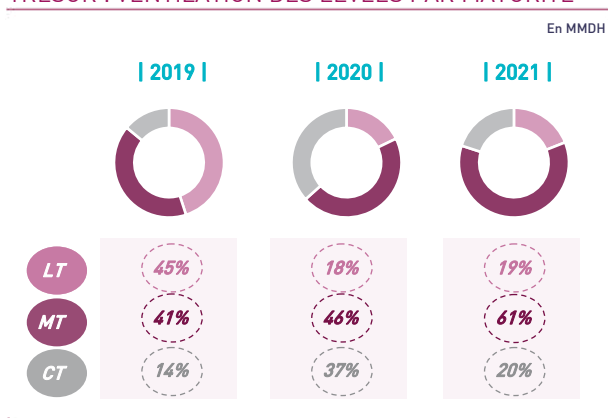
... un reprofilage de la dette du Trésor avec une prépondérance du CMT

En 2021, la politique d'émission du Trésor s'est caractérisée par la prépondérance des levées sur le segment CMT de la courbe. Le poids des souscriptions du Trésor sur cette tranche de maturité est passé à 81% en 2021 contre 55% en 2019. Néanmoins, nous relevons un réajustement en faveur des maturités moyennes dont le poids ressort à 61% en 2021 contre 46% en 2020. À l'inverse, les maturités courtes ont régressé de -17 pts, passant de 37% en 2020 à 20% en 2021.

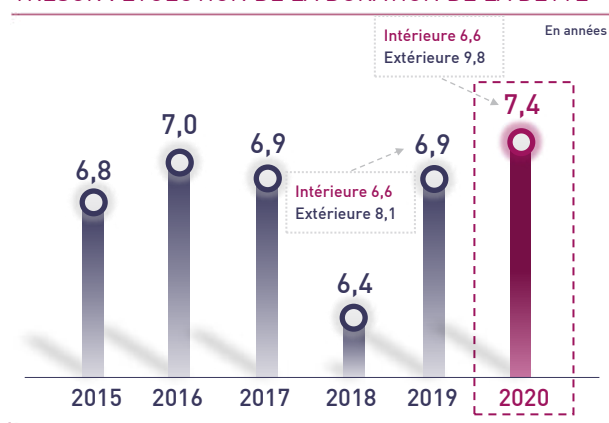
Cette orientation vers le segment CMT s'expliquerait par les perspectives économiques positives en 2021 ainsi que par les anticipations des opérateurs du marché quant à la stabilité des Taux en 2021. Aussi, grâce à une durée confortable de 6,6 ans pour sa dette intérieure, le Trésor bénéficie d'une marge de manœuvre confortable lui permettant d'optimiser son coût de financement sur le marché intérieur et ce, en s'orientant davantage vers les maturités CMT. Celles-ci présentent des exigences de rentabilité inférieures à celles des maturités longues.

Concrètement, le Trésor a diminué de plus que de moitié ses souscriptions sur le LT, évitant ainsi de marquer les Taux longs à la hausse. Le poids des levées LT ressort à 18% durant la période 2020-2021 en net recul par rapport à son niveau observé en 2019 de 45%.

TRÉSOR : VENTILATION DES LEVÉES PAR MATURITÉ



TRÉSOR : ÉVOLUTION DE LA DURÉE DE LA DETTE



(1) Levées brutes du Trésor sur le marché des adjudications hors remboursements des BDT arrivés à échéance.

(2) Levées nettes du Trésor incluant les tombées du Trésor en BDT.

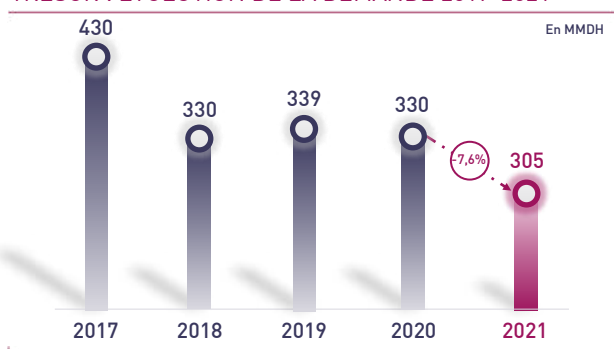
DES STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT FAVORISANT DAVANTAGE LE COMPARTIMENT CT

Une évolution de la Demande en BDT biaisée par un effet de base élevé en 2020

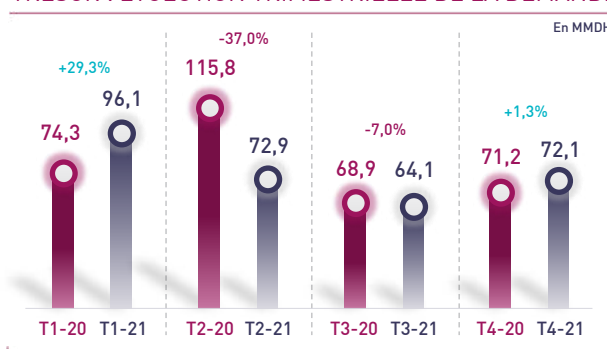
Après deux trimestres successifs de baisse, la Demande des investisseurs en BDT s'est appréciée au T4-21 de +1,3% à 72,1 MMDH, portant les soumissions annuelles en BDT à 305 MMDH en 2021, en recul de -7,6% par rapport à 2020. Après avoir atteint des plus hauts durant la période 2019-2020 à 335 MMDH suite à la montée de l'aversion au risque dans un contexte de crise sanitaire, la Demande des investisseurs se normalise en 2021. À titre indicatif, cette Demande s'est établie à 366 MMDH en moyenne durant la période pré-crise 2017-2019.

Cette tendance s'expliquerait par le repli de la Demande durant le T2-21 de -37,0%, soit de -40 MMDH. À l'origine, un effet de base élevé au T2-20. Un trimestre atypique marqué par le manque de visibilité suite aux décisions de confinement de la population. À titre indicatif, la Demande avait dépassé les 115 MMDH au T2-20, contre une moyenne trimestrielle de 71 MMDH durant le reste de l'année 2020. Au cours du S2-21, la Demande s'est résorbée autour des 68 MMDH, soit -2,8% par rapport à la même période en 2020.

TRÉSOR : ÉVOLUTION DE LA DEMANDE 2017-2021



TRÉSOR : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DE LA DEMANDE



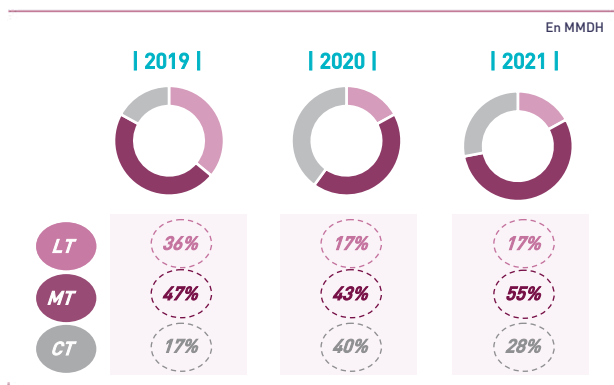
Un effet collecte positif de la part des sociétés de gestion

À l'analyse de la répartition de la Demande des investisseurs en BDT, nous relevons une prépondérance des maturités moyennes dans les portefeuilles dont le poids a progressé de 43% en 2020 à 55% en 2021. Ceci s'est opéré au détriment des maturités courtes dont le poids a reculé à 28% en 2021 contre 40% en 2020. Concernant le LT, son poids est resté quasi-stable durant la période 2020-2021 à 17%, soit près de la moitié de son niveau observé en 2019.

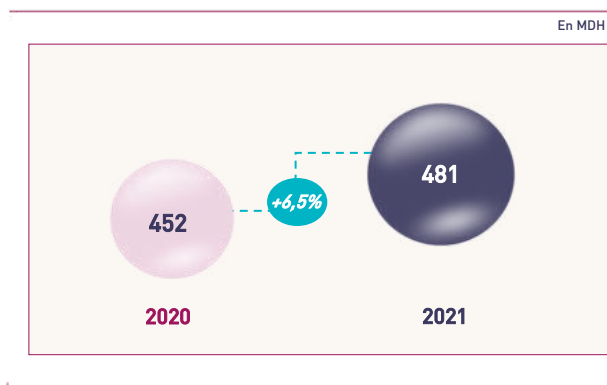
À l'origine de cette configuration, l'orientation des stratégies d'investissement des opérateurs locaux vers le CMT et ce, dans l'attente d'une éventuelle normalisation des Taux à l'avenir. Parallèlement, force est de constater que la politique d'émission du Trésor demeure en ligne avec l'orientation de la Demande des opérateurs vers le CMT.

L'appétit croissant des sociétés de gestion envers les BDT a soutenu la Demande en 2021. Nous relevons une hausse des volumes de la catégorie obligataire. En effet, l'Actif sous gestion obligataire des OPCVM s'est apprécié de +6,5% passant de 452 MMDH en 2020 à 481 MMDH en 2021, soutenu principalement par un effet collecte positif sur le compartiment CT. Celui-ci demeure très prisé par les investisseurs dans un contexte d'aplatissement de la courbe des Taux obligataires au Maroc. À l'opposé, le LT demeure exposé à une hausse future des Taux.

VENTILATION DE LA DEMANDE PAR MATURITÉ



ACTIF SOUS GESTION DES OPCVM OBLIGATAIRES



Sources : Ministères des finances, Salle des marchés AWB, AMMC, Calculs & Analyse AGR

POURSUITE DU GLISSEMENT DE LA COURBE DES TAUX EN 2021

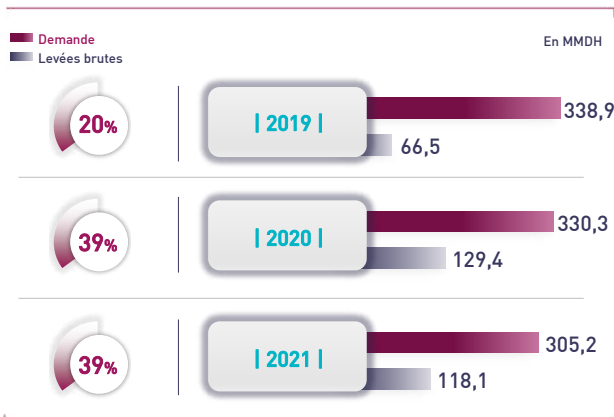
Une confrontation entre l'Offre et la Demande en BDT...

En dépit de la hausse de ses besoins de financement durant la crise de la Covid-19, le Trésor a bénéficié de conditions favorables sur le marché de la Dette souveraine domestique, avec un recul des Taux assortissant ses levées. Ce repli des Taux obligataires est principalement attribuable à une baisse des levées du Trésor sur le marché des adjudications plus importante que la Demande des investisseurs. Ces évolutions ont également justifié un glissement baissier de la courbe des Taux sur le marché secondaire.

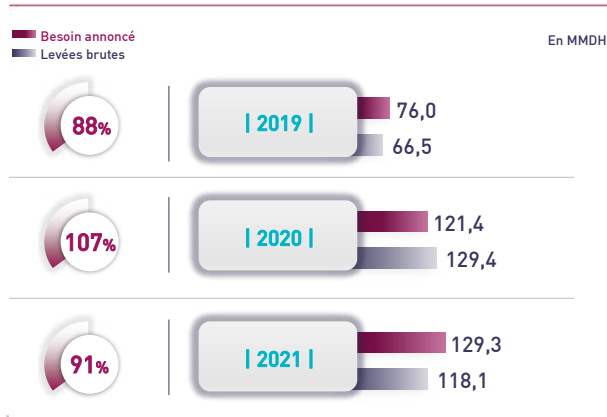
Plus en détails, l'analyse des agrégats obligataires sur le marché des adjudications fait ressortir :

- ⇒ Un taux de satisfaction de la Demande en BDT à 39,0% sur la période 2020-2021 contre 19,6% en 2019 ;
- ⇒ Un taux de réalisation des besoins annoncés du Trésor élevé autour des 100% sur la période 2020-2021 contre 88% en 2019.

TRÉSOR : TAUX DE SATISFACTION DE LA DEMANDE



TRÉSOR : TAUX DE RÉALISATION DES BESOINS



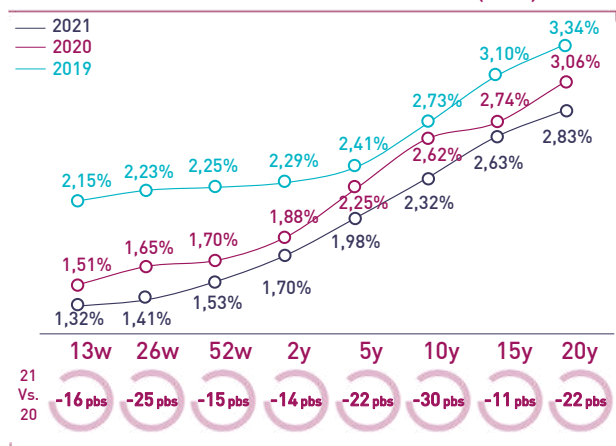
...favorisant la poursuite du glissement de la courbe des Taux

Nous avons assisté à une orientation globalement baissière des Taux sur les compartiments primaire et secondaire en 2021. L'ampleur de ce rythme baissier demeure toutefois nettement moins important qu'en 2020, particulièrement sur les tranches de maturité CMT :

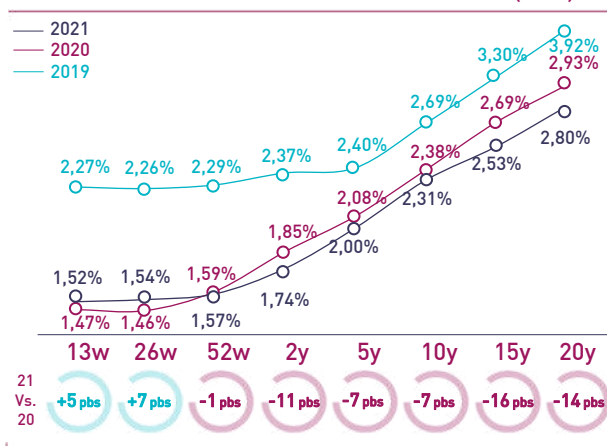
- **Courbe primaire** : La tranche de maturité CT a connu des baisses variant dans une fourchette de [14 à 25 PBS], contre 59 PBS en moyenne en 2020, tandis que les maturités du segment MLT ont oscillé dans un intervalle entre [11 à 30 PBS] Vs. [11 à 41 PBS] entre 2019 et 2020 ;
- **Courbe secondaire** : Les maturités courtes ont connu en 2021 de légères hausses ne dépassant pas les 7 PBS, contre une baisse moyenne de -77 PBS en 2020. Concernant les moyennes et longues maturités, leurs rendements se sont repliés sur la même période de -11,0 PBS en moyenne.

Cette orientation baissière des exigences de rendement des investisseurs locaux confirme également l'amélioration de leur niveau de confiance en 2021 quant aux perspectives de redressement de l'économie nationale.

MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE (BDT)



MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE (BDT)



Sources : Ministères des finances, Salle des marchés AWB, Calculs & Analyse AGR

ANNEXE : TABLEAU DE BORD ÉCONOMIQUE 2015-2021E

| International | UNITÉ | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E |
|--|----------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Croissance mondiale | Variation annuelle | 3,5% | 3,3% | 3,8% | 3,6% | 2,8% | -3,1% | +5,9% |
| Croissance zone euro | Variation annuelle | 2,0% | 1,9% | 2,6% | 1,9% | 1,3% | -6,3% | +5,0% |
| Demande étrangère adressée au Maroc | Variation annuelle | 4,5% | 3,3% | 5,7% | 2,4% | 1,3% | -22,4% | - |
| Avoirs officiels de réserves | Mois d'importations de B&S | 6,7 | 6,4 | 5,6 | 5,3 | 6,9 | 7,2 | 6,3 |
| Croissance économique | UNITÉ | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E |
| Croissance nationale | Variation annuelle | 4,5% | 1,1% | 4,2% | 3,1% | 2,5% | -6,3% | +7,3% |
| Valeur ajoutée agricole | Variation annuelle | 12,8% | -13,7% | 15,2% | 3,7% | -5,8% | -8,6% | +18,8% |
| Valeur ajoutée non agricole | Variation annuelle | 3,5% | 2,1% | 2,9% | 2,9% | 3,8% | -5,8% | +6,0% |
| Demande | UNITÉ | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E |
| Consommation des ménages | Variation annuelle | 2,4% | 3,7% | 3,5% | 3,4% | 1,8% | -8,7% | - |
| Consommation administrations publiques | Variation annuelle | 1,9% | 1,5% | 1,5% | 2,7% | 4,8% | 4,4% | - |
| Investissement | Variation annuelle | 1,5% | 9,8% | 4,1% | 5,9% | 0,2% | -8,5% | - |
| Importations B&S | Variation annuelle | -3,1% | 14,7% | 7,9% | 7,4% | 3,4% | -11,5% | - |
| Exportations B&S | Variation annuelle | 6,0% | 5,5% | 11,1% | 6,0% | 5,6% | -14,8% | - |
| Endettement du Trésor | UNITÉ | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E |
| Dette totale du Trésor | % du PIB | 63,7% | 64,9% | 65,1% | 65,2% | 64,9% | 76,4% | 75,8% |
| Dette intérieure du Trésor | % du PIB | 49,4% | 50,8% | 50,7% | 51,8% | 50,9% | 58,7% | 58,0% |
| Dette extérieure du Trésor | % du PIB | 14,3% | 14,1% | 14,4% | 13,4% | 14,0% | 18,5% | 17,8% |
| Duration dette du Trésor | En années | 6,8 | 7,0 | 6,9 | 6,4 | 6,9 | 7,4 | - |
| Finances publiques | UNITÉ | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E |
| Pression fiscale* | % du PIB | 20,7% | 20,9% | 21,2% | 21,2% | 20,7% | 20,4% | 19,3% |
| Recettes ordinaires | % du PIB | 21,4% | 21,6% | 21,7% | 21,0% | 21,9% | 21,0% | 20,6% |
| Recettes fiscales | % du PIB | 18,4% | 18,6% | 18,9% | 18,9% | 18,4% | 18,2% | 17,0% |
| Dépenses ordinaires | % du PIB | 20,3% | 20,0% | 19,4% | 19,2% | 19,5% | 21,3% | 21,5% |
| Dépenses d'investissement | % du PIB | 5,9% | 6,3% | 6,3% | 5,9% | 6,3% | 7,9% | 5,9% |
| Déficit budgétaire | % du PIB | 4,2% | -4,3% | -3,5% | -3,8% | -4,1% | -7,6% | -6,4% |

* Recettes fiscales (y compris TVA des collectivités locales) / PIB

Sources : Ministères des finances, BAM, Calculs & Analyse AGR

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE

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

MANAGER

Lamyae Oudghiri
+212 5 29 03 68 18
Loudghiri@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

DIRECTEUR ÉCONOMIE

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

MANAGER

Maria Iraqi
+212 5 29 03 68 01
m.iraqi@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

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

INVESTOR RELATIONS ANALYST

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

SENIOR ANALYST

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

FINANCIAL ANALYST

Felix Dikosso
+237 233 43 14 46
f.dikosso@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

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

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

CUSTODY - MAROC

Tarik Loudiyi
+212 5 22 54 42 98
t.loudiyi@attijariwafa.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

Sammy N.Ekambi
+237 678 43 87 19
s.ekambi@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

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

Mohammed Hassoun Filali
+212 5 22 42 87 24
m.hassounfilali@attijariwafa.com

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

Dalal Tahoune
+212 5 22 42 87 07
d.tahoune@attijariwafa.com

EGYPTE

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 - DUBA™

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

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 ses 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'exhaustivité 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 ces 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 présente 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 de ses sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir une relation 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.

AUTORISÉ D'UTILISER

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 CREPF 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.