RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2

T3

T4

| MAROC | TRIMESTRIEL
Marché des Taux

LE **MARCHÉ OBLIGATAIRE** SOUS LE SIGNE DE LA HAUSSE DES TAUX EN **2022**

03 | Un budget toujours confortable au T1-22

04 | Un marché domestique sous pression en l'absence des sorties à l'international

05 | Un recul de la Demande des investisseurs sur le marché obligataire

06 | Un mouvement haussier de la courbe des Taux au T1-22

Attijari Global Research

Rapport destiné aux institutionnels

EXECUTIVE SUMMARY

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

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

Le premier trimestre de l'année 2022 marque un renversement de la tendance baissière des Taux amorcée depuis 2012. Toutefois, la nouvelle orientation haussière des coûts de financement du Trésor observée en ce début de l'année 2022 ne reflète pas un dérapage du budget de l'État. Bien au contraire, les finances publiques demeurent confortables avec une maîtrise budgétaire visible au T1-22.

Selon nous, les pressions haussières sur la courbe des Taux au Maroc reflèteraient les anticipations inflationnistes des investisseurs et leurs éventuelles conséquences sur l'orientation monétaire de Bank Al-Maghrib au S2-22. Rappelons que les principales Banques Centrales à l'international on déjà débuté le relèvement de leur Taux Directeur afin de contrer des niveaux d'inflation records à plus de 8% aux États-Unis et en Zone Euro *[Cf- Bilan & Perspectives monétaires 2022]*.

L'exercice budgétaire 2022 serait marqué par une hausse des dépenses de l'État. Ce constat intervient dans un contexte où les prix des matières premières à l'international connaissent un renchérissement inédit sous l'effet des tensions géopolitiques en Europe. Une tendance qui devrait engendrer une charge de compensation plus importante que prévu pour l'État et ce, en comparaison aux hypothèses retenues du PLF 2022 *[Cf- Budget 2022: Des besoins de financement maîtrisables]*.

La révision à la baisse de la croissance économique par les principales institutions a réduit l'appétit des investisseurs envers le papier neuf du Trésor. Celle-ci ne devrait pas dépasser en moyenne les 1,8% en 2022E contre 2,9% initialement. En 2022, l'activité nationale est pénalisée par un double effet négatif *sécheresse/inflation*. Pour rappel, la campagne agricole 21/22 ressort à 32 MQx contre plus de 100 MQx une année auparavant. Au final, nous assistons à un relèvement visible des exigences de rentabilité des investisseurs en BDT. Au premier trimestre 2022, nous ressortons avec deux grandes tendances :

- L'Argentier de l'État poursuit son orientation quasi-exclusive vers le marché intérieur de le dette publique de l'État. En raison des tirages extérieurs limités, les besoins du Trésor au T1-22 ont été financés à hauteur de 93% sur le marché domestique. Une nouvelle sortie à l'international s'avère indispensable pour réduire les pressions sur les liquidités domestiques, d'autant plus que le Trésor devrait rembourser une échéance de 1,0 MM$ en décembre prochain *[Cf- Budget Focus Mars 2022]* ;
- La récente tendance baissière de la Demande des investisseurs envers les BDT semble perdurer à CT. D'une part, les anticipations haussières des Taux des opérateurs de marché réduit leur appétit à CT pour les titres du Trésor. D'autre part, le creusement du déficit de liquidité des banques sous l'effet de la progression de la circulation fiduciaire limiterait davantage la Demande en BDT.

UN BUDGET TOUJOURS CONFORTABLE AU T1-22

Un premier trimestre marqué par de faibles pressions sur les finances publiques …

Les comptes publics de l'État ont connu une nette amélioration à fin mars 2022 se reflétant à travers une maîtrise du déficit budgétaire. Les finances publiques de l'État demeurent soutenues par une amélioration des recettes ordinaires qui a largement compensé la hausse des dépenses. Plus en détails:

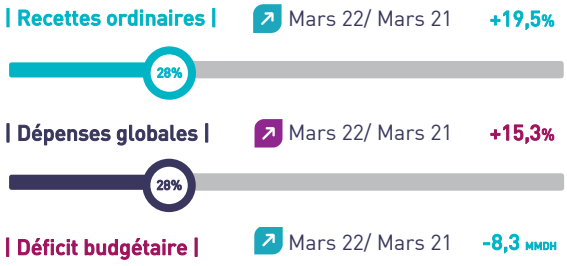
- La composante fiscale a enregistré une nette progression de +13 MMDH (soit +23%) durant le T1-22, sous l'effet de l'amélioration des recettes IS. Celles-ci ont augmenté de 10 MMDH à l'image d'un 1er acompte important dont le taux de réalisation par rapport aux prévisions annuelles de la LF 2022 s'élève à 44% ;
- La charge de compensation s'inscrit en forte hausse au T1-22 de +3,0 MMDH impactant négativement les dépenses de l'État. À l'origine, l'envolée des prix du gaz butane de +64%, passant d'une moyenne de 543 $/T à 890 $/T sur une année glissante.

Dans ces conditions, le Trésor réalise un excédent budgétaire de 914 MDH au T1-22, et ce pour la première fois depuis janvier 2021 contre un déficit de 7,4 MMDH une année auparavant.

TRÉSOR: CHARGES ET RESSOURCES AU T1-22

	T1-21	T1-22	LF-22	
Recettes ordinaires	61,5	73,5	262,9	+11%
Dépenses ordinaires	63,1	70,0	262,1	+6%
Dépenses globales	68,9	72,6	335,6	+9%
Déficit budgétaire	-7,4	0,9	-72,6	+1,5 MMDH

LF 2022: TAUX DE RÉALISATION AU T1-22

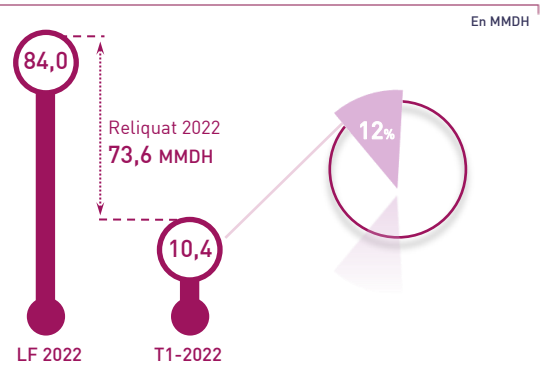


… grâce aux excédents de trésorerie toujours importants

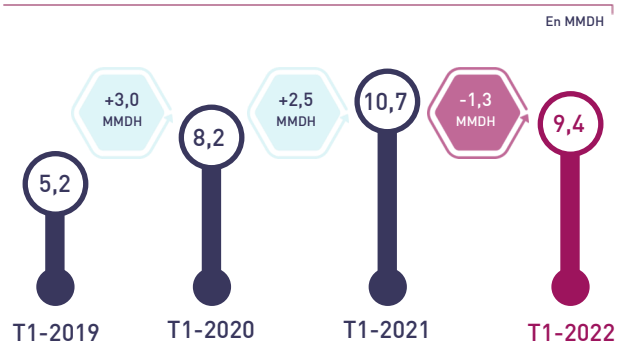
À l'issue du premier trimestre 2022, la situation excédentaire des comptes publics de l'État a permis de contenir le besoin de financement du Trésor à 10,4 MMDH, tenant compte d'un niveau d'arriérés de 11,4 MMDH. Il s'agit d'un taux de réalisation de 12,4% par rapport aux prévisions de la LF 2022 et ce, face à un besoin de financement global en 2022 de 84,0 MMDH *(Cf-Budget Focus-Mars 2022)*. Ainsi, le reliquat des besoins de financement du Trésor durant le reste de l'année demeure important à 73,6 MMDH.

Le Trésor a affiché une situation excédentaire de sa trésorerie durant le T1-22, comme en attestent les niveaux de ses placements sur le marché monétaire. Ces derniers demeurent similaires à la moyenne enregistrée au cours de l'année 2021, soit 9,8 MMDH. En effet, l'encours global incluant les placements à blanc et avec prise en pension sur le marché monétaire ressort à 9,4 MMDH en moyenne quotidienne sur le T1-22, soit des hausses respectives de 1,2 MMDH et de 4,2 MMDH comparativement au T1-20 et au T1-19.

BESOINS DE FINANCEMENT: T1-2022 VS. LF 2022



TRÉSOR : ENCOURS DES PLACEMENTS MONÉTAIRES



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

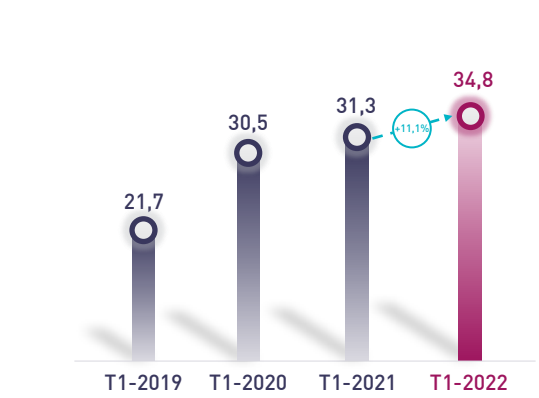
UN MARCHÉ DOMESTIQUE SOUS PRESSION EN L'ABSENCE DES SORTIES À L'INTERNATIONAL

Un financement quasi-exclusif sur le marché intérieur

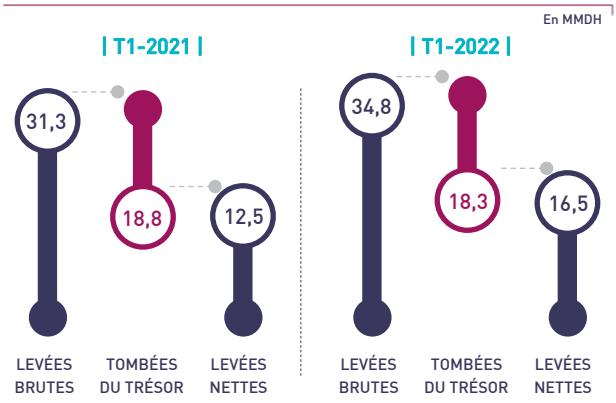
L'Argentier de l'État poursuit son orientation quasi-exclusive vers le marché intérieur de le dette publique. En raison des tirages extérieurs limités à fin mars 2022 à 682 MDH, les besoins du Trésor durant le T1-22 ont été financés à hauteur de 93% sur le marché domestique. Dans ces conditions, le recours aux adjudications s'est intensifié, avec des levées brutes passant de 31,3 MMDH au T1-21 à 34,8 MMDH au T1-22, soit une hausse de 11,1%.

Cette évolution haussière se confirme davantage au niveau des levées nettes du Trésor. Celles-ci s'élèvent à 16,5 MMDH au T1-22 contre 12,5 MMDH au T1-21 tenant compte des tombées en capital et en intérêt légèrement moins importantes sur ce premier trimestre. Ces dernières sont passées de 18,8 MMDH à 18,3 MMDH durant la période étudiée et ce, en dépit de la baisse des opérations d'échange de BDT qui permettent de lisser les tombées de la dette publique du Trésor. Ces dernières ont reculé de -2,7 MMDH à 4,7 MMDH durant le T1-22 contre 7,4 MMDH au T1-21.

TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES BRUTES[1] 2017-2021



TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES NETTES[2]



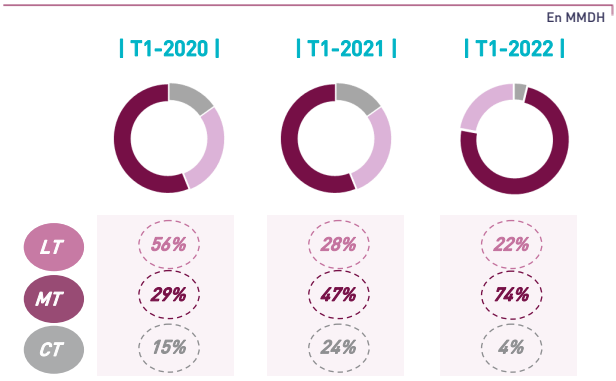
Une orientation visible du Trésor envers le compartiment MT

Au terme du T1-22, la politique d'émission du Trésor s'est caractérisée par la prépondérance des levées sur le segment MT de la courbe au détriment des autres maturités. Le poids des souscriptions du Trésor sur cette tranche de maturité est passé à 74% au T1-22 contre 47% une année auparavant. À l'inverse, la part des maturités court termes a régressé de -20 pts, passant de 24% au T1-21 à 4% au T1-22. De même, le Trésor ne cesse de diminuer ses souscriptions sur le LT, évitant ainsi de marquer les Taux longs à la hausse. Le poids des levées LT ressort à 22% au T1-22 contre 28% au T1-21, en net recul par rapport à son niveau observé deux années auparavant, soit de 56% .

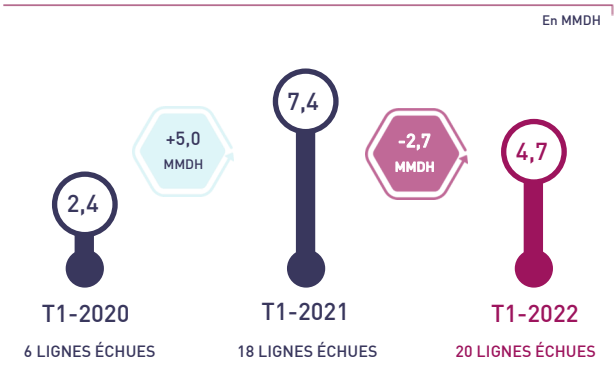
Cette orientation vers le segment MT s'expliquerait par les anticipations des investisseurs quant au redressement des niveaux économiques à compter de 2023E et ce, après une année 2022 qui s'annonce moins favorable. Il est à rappeler que le consensus des perspectives de croissance a été revu à la baisse au Maroc à 1,5% pour 2022E.

Grâce à une duration confortable de 6,4 ans pour sa dette intérieure à fin 2021, le Trésor semble bénéficier d'une marge de manœuvre favorable lui permettant d'optimiser son coût de financement sur le marché intérieur. Concrètement, le Trésor s'oriente davantage vers le segment des maturités moyennes qui présente des exigences de rentabilité inférieures à celles des maturités longues.

TRÉSOR : VENTILATION DES LEVÉES PAR MATURITÉ



TRÉSOR: OPÉRATIONS D'ÉCHANGE EN BDT



(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.

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

UN RECUL DE LA DEMANDE DES INVESTISSEURS SUR LE MARCHÉ OBLIGATAIRE

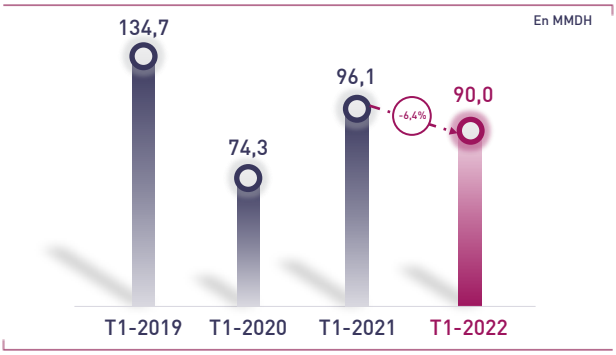
Des conditions de liquidité moins favorables sur le marché monétaire…

Durant le T1-22, la Demande des investisseurs en BDT a connu une baisse de -6,4% passant de 96,1 MMDH au T1-21 à 90,0 MMDH au T1-22. Cette orientation se justifie par une évolution moins intéressante des agrégats de liquidité sur le marché monétaire au T1-22. Rappelons que les banques et les institutionnels s'accaparent une part importante de la Demande en BDT sur le marché des adjudications. Le déficit de liquidité bancaire s'est creusé de plus de 9,0% passant de 61,1 MMDH à fin mars 2021 à 66,7 MMDH une année plus tard. À l'analyse des facteurs de liquidité, nous relevons :

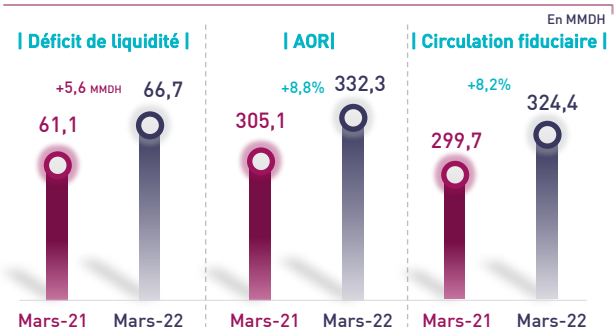
⇒ Une progression significative des avoirs officiels de réserve de BAM de 8,8% au T1-22 à 332,3 MMDH, soit des plus hauts historiques couvrant plus de 6 mois d'importations de B&S. À l'origine, l'encaissement de la nouvelle allocation de DTS accordée par le FMI de 11 MMDH courant le T3-2021 ;

⇒ Une circulation fiduciaire en hausse de 8,0% en ce début d'année, contre une évolution moyenne de +17% au T1-22. Cette tendance s'explique principalement par un environnement inflationniste inédit au Maroc, moins favorable pour la rémunération de l'épargne.

TRÉSOR : ÉVOLUTION DE LA DEMANDE 2019-2022



MAROC : AGRÉGATS DE LIQUIDITÉ

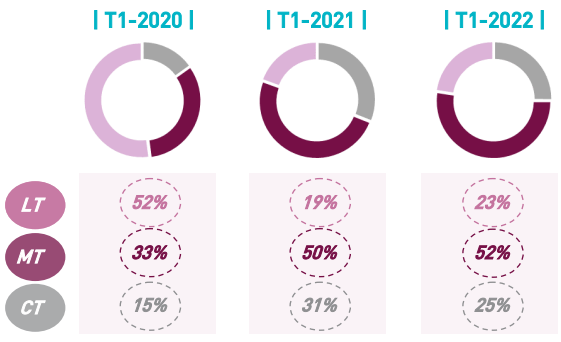


…orientant la Demande des investisseurs du CT vers le MT

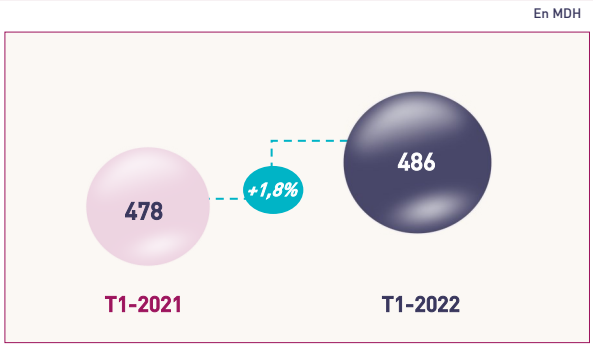
La récente configuration des levées du Trésor qui privilégie les maturités MT s'expliquerait en partie par la répartition de la Demande des investisseurs durant le T1-22. Celle-ci révèle un intérêt plus vif envers les maturités moyennes dont le poids continue de progresser pour atteindre 52% au T1-22, contre 50% au T1-21 et seulement 33% durant le T1-20. Par conséquent, l'orientation prononcée des opérateurs envers le compartiment MT a dirigé l'Offre du Trésor vers cette même tranche de maturité.

À l'inverse, le poids des maturités courtes a reculé de 31% à 25% durant la période d'analyse suite à la dégradation des anticipations à CT des investisseurs reflétées à travers l'AGR Indice de Confiance dont le score s'est corrigé de -22,6 pts à fin avril 2022 pour ressortir à 44,8 pts, après avoir atteint un plus haut historique de 67,4 pts en octobre 2021 *(cf. AGR Indice de confiance - T2 2022)*. Néanmoins, nous relevons un réajustement en faveur des maturités longues dont le poids s'élève à 23% au T1-22 contre 19% au T1-21, reflétant les anticipations de rebond progressif de l'économie sur un horizon MT. L'intérêt envers les maturités courtes s'est toutefois maintenu du côté des OPCVM à travers un Actif sous gestion obligataire en légère appréciation de +1,8% sur la période étudiée.

VENTILATION DE LA DEMANDE PAR MATURITÉ



ACTIF SOUS GESTION DES OPCVM OBLIGATAIRES



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

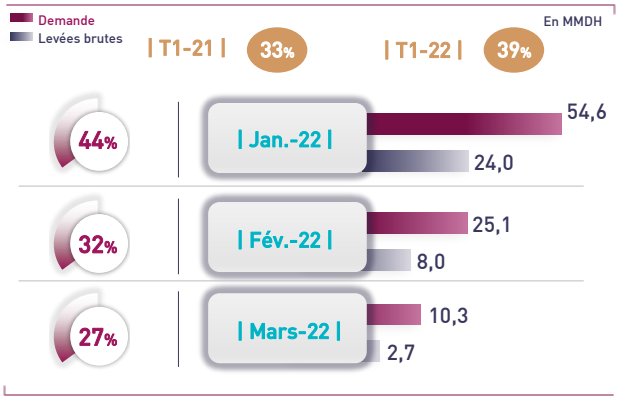
UN MOUVEMENT HAUSSIER DE LA COURBE DES TAUX AU T1-22

Une Offre du Trésor en hausse face au recul de la Demande en BDT…

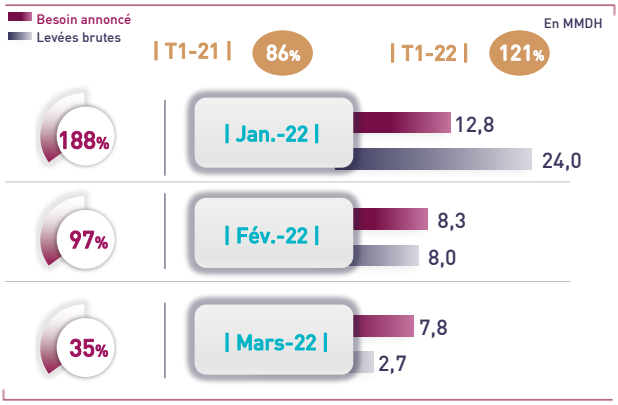
Tenant compte du recul de la Demande des investisseurs sur le marché obligataire conjugué à une Offre du Trésor en BDT en nette progression au cours du T1-22, les Taux obligataires se sont orientés globalement à la hausse sur le T1-22. Cette tendance résulte principalement des deux principaux facteurs Offre/Demande en BDT. Il s'agit :

- D'un recours important du Trésor au marché intérieur principalement durant le mois de janvier dépassant les 24 MMDH. Cette situation a induit des pressions haussières sur les Taux. Ce constat se reflète clairement sur le taux de réalisation des besoins annoncés du Trésor qui a atteint 188% au cours de ce mois. Ce recours s'est nettement atténué au mois de mars 2022 à moins de 3 MMDH, avec un taux de réalisation de 35%. Sur le trimestre, cet indicateur ressort à 121% contre 86% durant la même période de l'année précédente ;
- D'une évolution moins soutenue de la Demande des investisseurs en BDT durant le T1-22. Cette configuration s'est traduite par une hausse du taux moyen de satisfaction de 6,1 pts, passant de 32,6% au T1-21 à 38,7% au T1-22. Une orientation qui a induit un relèvement des exigences de rémunération des opérateurs locaux envers les BDT.

TRÉSOR : TAUX DE SATISFACTION DE LA DEMANDE



TRÉSOR : TAUX DE RÉALISATION DES BESOINS



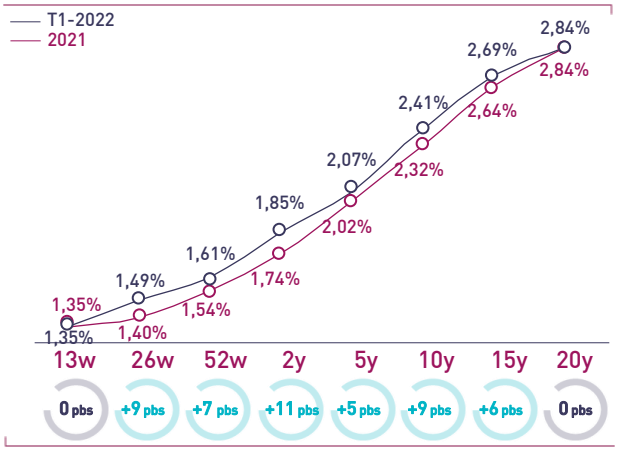
…alimentant un mouvement haussier de la courbe des Taux

Nous avons assisté à une orientation haussière des Taux sur les compartiments primaire et secondaire au T1-22. À noter que l'ampleur de cette hausse demeure plus importante au sein des maturités MT :

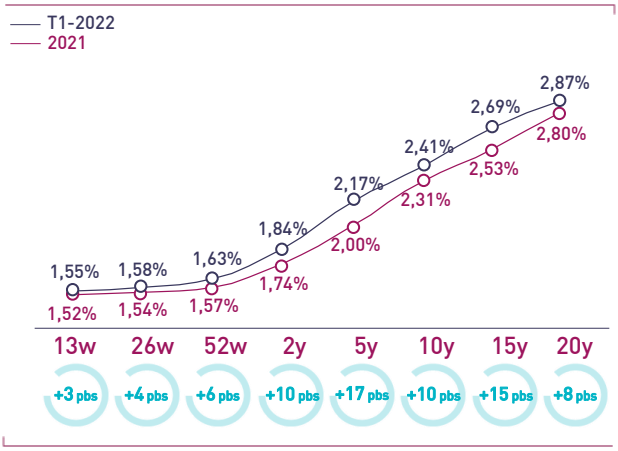
- **Courbe primaire :** La tranche de maturité CT a connu des hausses allant à 9 PBS, contre une baisse de 21 PBS au T1-21. Les hausses pour les maturités du segment MLT ont oscillé entre 5 et 11 PBS ;
- **Courbe secondaire :** Les maturités courtes ont connu de légères hausses au T1-22 ne dépassant pas les 6 PBS. Concernant les moyennes et longues maturités, leurs rendements ont connu des hausses plus importantes sur la même période de +12,0 PBS en moyenne.

Au-delà de la confrontation Offre/Demande, ce relèvement des exigences de rendement des investisseurs confirmerait aussi leurs anticipations inflationnistes haussières.

MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE (BDT)



MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE (BDT)



Sources : Ministère 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	3,4%	3,3%	3,7%	3,6%	2,9%	-3,1%	+6,1%
Croissance zone euro	Variation annuelle	2,0%	1,9%	2,6%	1,8%	1,6%	-6,4%	+5,3%
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	5,4	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%	2,9%	-7,2%	7,9%
Valeur ajoutée agricole	Variation annuelle	12,8%	-13,7%	15,2%	3,7%	-5,0%	-8,1%	17,8%
Valeur ajoutée non agricole	Variation annuelle	3,5%	2,1%	2,9%	2,9%	4,0%	-6,9%	6,6%
Demande	**UNITÉ**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021E**
Consommation des ménages	Variation annuelle	2,2%	3,7%	3,8%	3,4%	2,2%	-5,6%	8,2%
Consommation administrations publiques	Variation annuelle	2,4%	1,5%	2,1%	2,7%	4,8%	-0,5%	5,6%
Investissement	Variation annuelle	0,9%	8,7%	4,1%	5,8%	1,7%	-10,0%	9,3%
Importations B&S	Variation annuelle	-1,1%	14,5%	7,9%	7,4%	2,1%	-11,9%	11,8%
Exportations B&S	Variation annuelle	5,5%	6,0%	11,1%	6,0%	5,1%	-15,0%	8,7%
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%	64,8%	76,4%	75,8%
Dette intérieure du Trésor	% du PIB	49,4%	50,8%	50,7%	51,8%	50,8%	58,1%	58,0%
Dette extérieure du Trésor	% du PIB	14,3%	14,1%	14,4%	13,4%	14,0%	18,3%	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	23,6%	23,7%	24,0%	23,4%	23,8%	23,2%	20,6%
Recettes fiscales	% du PIB	20,7%	20,9%	21,2%	21,2%	20,7%	20,4%	17,0%
Dépenses ordinaires	% du PIB	22,6%	22,3%	21,7%	21,5%	21,8%	23,5%	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 : Ministère des finances, BAM, Calculs & Analyse AGR

ANNEXE : ORIENTATIONS GÉNÉRALES DE LA LOI DE FINANCES 2022

HYPOTHÈSES DE CONSTRUCTION DU PLF 2022

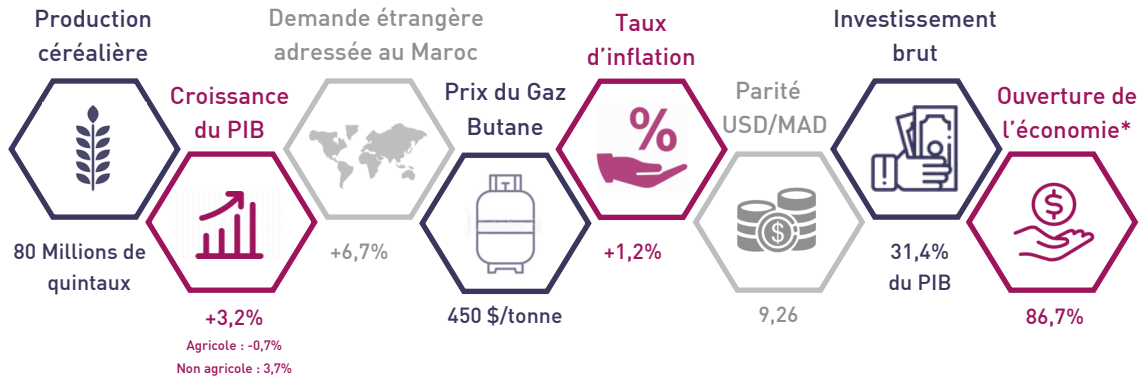


Tableau d'équilibre au titre de la LF 2022 comparativement à la LF 2021

En MMDH sauf indication contraire

Objectifs	Rubrique	LF 2021	LF 2022	Variation	Mécanismes
Mobilisation des recettes	**Recettes ordinaires**	**236,9**	**262,9**	+11%	⇒ Amélioration des recettes fiscales ; ⇒ Raffermissement IR/IS/TVA/TIC ⇒ Recours aux financements innovants : 12 MMDH ; ⇒ Poursuite des opérations de privatisation : 5 MMDH.
	Recettes fiscales	195,6	222,9	+14%	
	Impôts directs	80,1	97,7	+22%	
	Impôts indirects	90,0	98,2	+9%	
	Recettes non fiscales	38,0	35,9	-5%	
Maitrise des dépenses	**Dépenses globales**	**308,0**	**335,6**	+9%	⇒ Maîtrise des dépenses de personnel en se limitant aux besoins nécessaires en matière de nouvelles créations pour garantir la qualité des services offerts ; ⇒ Rationalisation des dépenses de fonctionnement de l'administration : énergies renouvelables et efficacité énergétique, réduction des déplacements.... ; ⇒ Amélioration de la gestion des investissements : priorisation des projets en cours d'exécution, recours aux mécanismes de financement innovants et conditionnement des nouveaux projets par la régularisation de la situation réglementaire de leur foncier ; ⇒ Rationalisation des transferts profitant aux EEP.
	Dépenses ordinaires	246,9	262,1	+6%	
	Dépenses de fonctionnement	205,7	217,0	+5%	
	Intérêt de la dette publique	27,7	28,1	+1%	
	Compensation	13,6	17,0	+26%	
	Investissement	68,1	78,0	+15%	
Redressement de l'équilibre budgétaire	**Déficit budgétaire**	**-71,1**	**-72,6**	+1,5 MMDH	⇒ Maintien de l'équilibre nécessaire entre le déploiement des priorités et la maitrise des contraintes budgétaires, impactant négativement l'équilibre des finances publiques ; ⇒ Mobilisation des financements extérieurs.
	En % du PIB	7,6%	5,9%	-170 PBS	
	Dette du Trésor	**887,3**	**959,9**	+73 MMDH	
	En % du PIB	75,8%	80,6%	+483 PBS	

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
l.oudghiri@attijari.ma
Casablanca

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

ASSOCIATE
Walid Kabbaj
+212 5 22 49 14 82
w.kabbaj@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.iraqui@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

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

Hichem Ben Romdhane
+225 29 318 965
h.benrhomdane@attijaribank.com.tns

CEMAC - CAMEROUN

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

Activités de marchés

MAROC

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

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

Loubaba Alaoui Mdaghri
+212 6 47 47 48 34
l.alaouim@attijariwafa.com

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

ÉGYPTE

Ahmed Darwish
+20 127 755 90 13
ahmed.mdarwish@aattijariwafa.com.eg

TUNISIE

Atef Gabsi
+216 71 80 29 22
gabsi.atef@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
+33 6 19 92 44 09
y.hansali@attijariwafa.net

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'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 Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

Attijari
Global Research