

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

| MAROC | ANNUEL 2022  
Marché des Taux

## COURBE DES TAUX : UNE RUPTURE AVEC LA TENDANCE DÉCENNALE

- 03 | Un contexte économique difficile, marqué par une bonne maîtrise du budget de l'État
- 05 | Des pressions significatives sur le marché local de la dette
- 06 | Une stratégie d'investissement favorisant le compartiment CT
- 07 | Un retournement haussier des Taux, accentué par la nouvelle politique monétaire



Attijari  
Global Research

### EXECUTIVE SUMMARY

Les Taux obligataires ont connu un retournement haussier agressif en 2022 dans un contexte marqué par le durcissement de la politique monétaire de BAM entamé à compter du second semestre 2022. En effet, l'institution a relevé deux fois successivement son Taux Directeur en septembre et en décembre derniers, soit une hausse cumulée en 2022 de +100 PBS ([Cf- Annuel Monétaire 22-23](#)).

Ce renchérissement des conditions de financement du Trésor en 2022 contraste avec la bonne maîtrise des finances publiques en 2022. En dépit des surcoûts additionnels de la caisse de compensation, l'État a pu mobiliser des ressources supplémentaires afin de maîtriser son déficit budgétaire à 5,1% contre plus de 7,1% en 2020 ([Cf- Budget Focus - Bilan 2022](#)).

Selon nous, trois facteurs ont accentué les pressions sur les Taux obligataires :

- (1) Un relèvement des exigences de rentabilité des investisseurs dans un contexte de Taux réels négatifs à compter du T2-22. Ces derniers sont la résultante d'une inflation élevée de 6,6% en 2022, soit un plus haut depuis près de 30 ans ;
- (2) Un recours quasi-exclusif vers le marché intérieur de la dette publique dans un contexte où les conditions de financement à l'international s'avèrent nettement moins favorables par rapport à la dernière sortie de 3,0 MM\$ en 2020 ;
- (3) Le net ralentissement de la Demande en BDT en lien avec le creusement du déficit de liquidité bancaire et l'orientation du Trésor vers les nouveaux mécanismes de financements innovants relativement plus attractifs.

Dans ces conditions, nous assistons à un inversement de la courbe obligataire primaire avec des Taux CT supérieurs à ceux du MLT. En raison d'une très faible Demande en BDT sur le compartiment LT suite au relèvement des exigences des investisseurs, le Trésor n'a pas marqué de hausse de Taux sur ce segment. Dans ces conditions, la politique d'émission du Trésor en 2022 s'est ainsi alignée sur la structure de la Demande en BDT des investisseurs orientée à plus de 50% vers le CT.

#### Lamyae Oudghiri

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

#### Meryeme Hadi

Associate  
+212 529 03 68 19  
m.hadi@attijari.ma

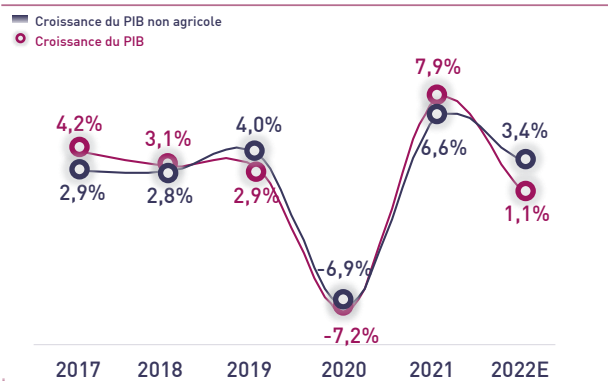
## UN CONTEXTE ÉCONOMIQUE DIFFICILE, MARQUÉ PAR UNE BONNE MAÎTRISE DU BUDGET DE L'ÉTAT

### Un ralentissement de l'activité économique nationale en 2022...

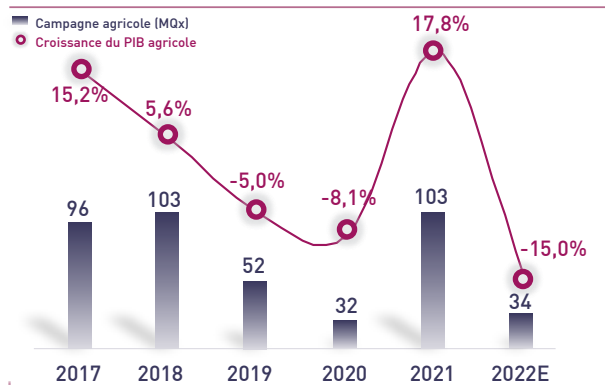
La croissance économique au Maroc a connu un double choc exogène et endogène en 2022. Selon les projections de BAM, la croissance du PIB accuserait un net ralentissement en 2022E à 1,1% et ce, après un rebond de 7,9% post-covid. Deux principaux facteurs seraient à l'origine de cette décélération de la croissance en 2022 :

- ⇒ Une faible récolte céréalière de 34 MQx au titre de la campagne agricole 21-22 après un record de plus de 103 MQx, pâtissant du niveau du stress hydrique et des conditions défavorables au cours de cette année. Ainsi, le PIB agricole devrait afficher un repli de -15% en 2022 ;
- ⇒ Une conjoncture internationale défavorable marquée par une forte poussée inflationniste au sein des économies avancées. Celle-ci a impacté négativement les perspectives de croissances des partenaires commerciaux du Maroc.

### MAROC : CROISSANCE DU PIB VS. PIB NON AGRICOLE



### MAROC : PIB AGRICOLE VS. CAMPAGNE AGRICOLE



### ...conjugué à une bonne maîtrise des finances publiques

Les signes de ralentissement de l'économie nationale à +1,1% en 2022E ne se sont pas manifestés au niveau des finances publiques de l'État. Bien au contraire, l'année 2022 s'achève par un déficit budgétaire en amélioration à 69,5 MMDH en ligne avec les prévisions de la LF 2022 (soit 72,6 MMDH à 5,1% du PIB, contre plus de 7% en 2020). Il faut dire qu'en dépit des surcoûts budgétaires additionnels en lien avec le renchérissement de la charge de compensation, l'État a mobilisé des ressources supplémentaires en 2022. Tenant compte de la hausse du cours du gaz butane, du blé tendre ainsi que des subventions accordées par l'État au secteur du transport, les dépenses de compensation ont presque doublé à près de 42 MMDH, soit un taux d'exécution de 247% par rapport à la LF-22.

Parallèlement, nous relevons deux grandes évolutions au niveau des recettes :

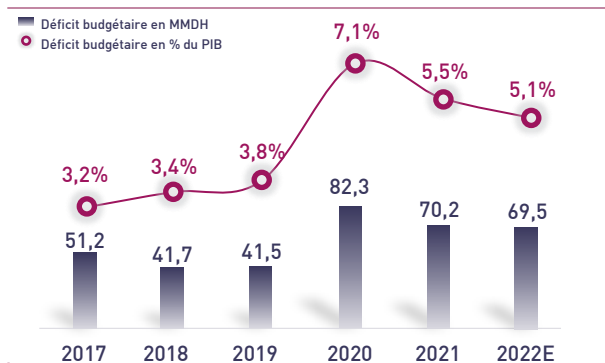
**Recettes fiscales** : Une nette amélioration des recettes IS de plus de 17 MMDH en une année, soit un taux de réalisation par rapport à la LF-22 de 121%. Aussi, la TVA à l'importation a généré près de 12,0 MMDH supplémentaires par rapport à 2021 dans un contexte de hausse des prix à l'international ;

**Recettes non fiscales** : Une bonne orientation des recettes des financements innovants qui ont atteint 25,0 MMDH en 2022 contre une prévision initiale de 12 MMDH. De plus, les performances exceptionnelles de l'OCF ont également permis de soutenir les recettes de participation, avec un dividende versé au Trésor de plus de 8,0 MMDH contre une estimation de 5,4 MMDH préalablement. [\[Cf- Budget Focus - Bilan 2022\]](#)

### SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR

	2021	2022	LF-22	
Recettes ordinaires	256,2	304,4	262,9	↗
Dépenses ordinaires	252,2	288,6	262,1	↗
Dépenses globales	326,4	373,8	335,6	↗
Déficit budgétaire	-70,2	-69,5	-72,6	↗

### ÉVOLUTION DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE 2017-2022E



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

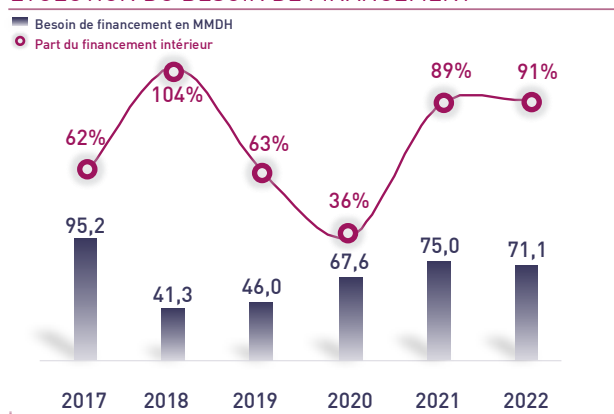
## UN BESOIN DE FINANCEMENT SATISFAIT ESSENTIELLEMENT SUR LE MARCHÉ DOMESTIQUE

### *Un besoin de financement important et un recours quasi-exclusif au marché intérieur ...*

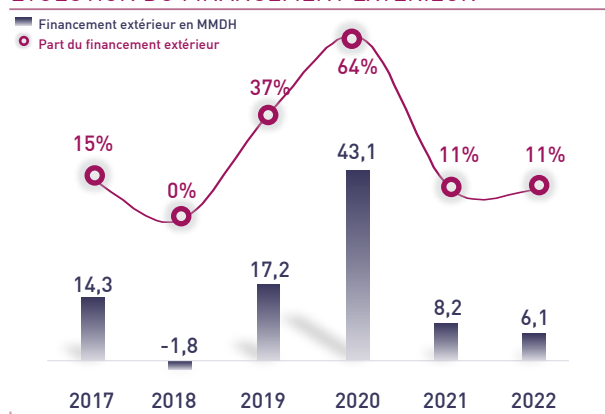
Face à un besoin de financement important du Trésor en 2022, soit de 71,1 MMDH et tenant compte d'une absence de sortie à l'international pour la seconde année consécutive, le Trésor a eu recours au marché domestique. Rappelons que les besoins du Trésor entre 2018 et 2019 se sont limités à une moyenne de 44 MMDH. La part du financement intérieur a représenté 91% du financement global en 2022 contre 89% en 2021, et une moyenne de 50% durant la période 2019-2020. Ce niveau tient compte du recours du Trésor au tirage de la LPL auprès de BAM pour 21 MMDH en décembre 2022.

Pour leur part, les tirages extérieurs se sont établis à 29,6 MMDH contre une prévision de la LF 2022 de 40 MMDH, soit un taux de réalisation de 74% contre 105% en 2020 [Cf- Budget Focus - Bilan 2022]. La contribution des financements extérieurs s'est limitée à 11% durant la période 2021-2022, soit des levées extérieures nettes hors amortissement de +8,2 MMDH et +6,1 MMDH respectivement et ce, principalement à travers des emprunts bilatéraux et multilatéraux.

### ÉVOLUTION DU BESOIN DE FINANCEMENT



### ÉVOLUTION DU FINANCEMENT EXTÉRIEUR



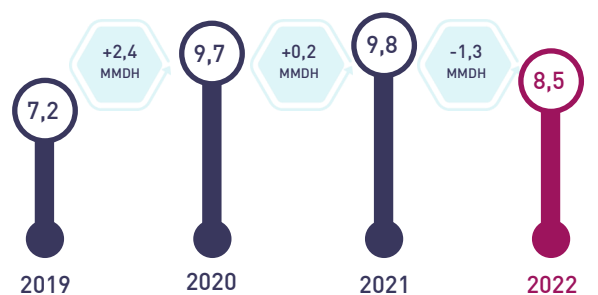
### *... dont l'impact est visible sur la politique de placement du Trésor en 2022*

La progression des besoins de financement du Trésor durant le S2-2022 s'est reflétée principalement sur la dynamique des placements des excédents de trésorerie de l'argentier de l'État au sein du marché monétaire. Ainsi, l'encours global incluant les placements à blanc et avec prise en pension s'est limité à 8,5 MMDH en moyenne quotidienne en 2022, soit en recul de 1,3 MMDH par rapport à 2021. Rappelons que ce dernier s'est établi à 7,3 MMDH au S2-2022 contre 9,7 MMDH au S1-2022, soit un repli de -25% durant la période d'analyse.

L'intérêt moins prononcé des acteurs locaux envers les opérations de BDT en 2022 n'a pas permis un réajustement du profil de la dette et par conséquent, le lissage des tombées CT du Trésor. Dans le cadre des opérations de la gestion active de la dette de l'État, le Trésor a échangé un gisement obligataire de seulement 15,5 MMDH en 2022 contre plus de 25,0 MMDH en 2021. Durant l'année 2022, le Trésor a organisé 5 séances d'échange au cours desquelles aucun montant n'a été échangé. En effet, les anticipations inflationnistes haussières et la montée de l'aversion au risque sur le marché auraient détourné les opérateurs du segment LT en 2022.

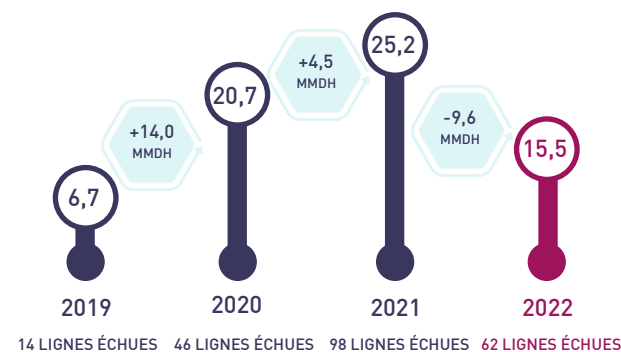
### TRÉSOR : ENCOURS DES PLACEMENTS MONÉTAIRES

En MMDH



### TRÉSOR : OPÉRATIONS D'ÉCHANGE DE BDT

En MMDH



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

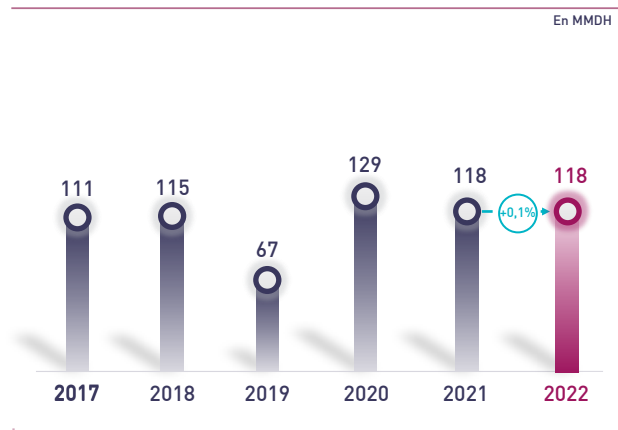
## DES PRESSIONS SIGNIFICATIVES SUR LE MARCHÉ LOCAL DE LA DETTE

### L'utilisation auprès de BAM de la LPL du FMI a permis de réduire le recours aux adjudications en 2022 ...

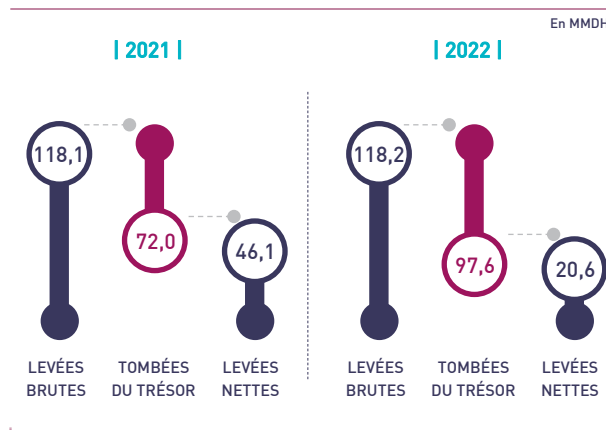
Malgré le recours quasi-exclusif au marché intérieur en 2022, les levées brutes<sup>(1)</sup> sur le marché des adjudications se sont établies à 118 MMDH en 2022, en quasi-stagnation par rapport à l'année précédente. Ce niveau demeure tout de même plus élevé par rapport à la période pré-crise, avec une souscription moyenne de 98 MMDH entre 2017 et 2019. À l'origine, l'absence d'une sortie du Trésor à l'international depuis 2020 dans un environnement marqué par le durcissement des conditions de financement à l'international et l'utilisation de la LPL d'un montant de 21,1 MMDH.

Nous avons toutefois assisté à une baisse importante des levées nettes<sup>(2)</sup> du Trésor en 2022. Ces dernières ressortent à 20,6 MMDH en 2022 contre 46,1 MMDH en 2021, soit un repli de plus de -50,0%. Cette situation s'expliquerait par des tombées en capital et en intérêt plus importantes en 2022 (passant de 72,0 à 97,6 MMDH durant la période 2021-2022). Au final, le segment des adjudications a représenté la moitié de l'endettement intérieur net du Trésor.

### TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES BRUTES<sup>(1)</sup> 2017-2022



### TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES NETTES<sup>(2)</sup>

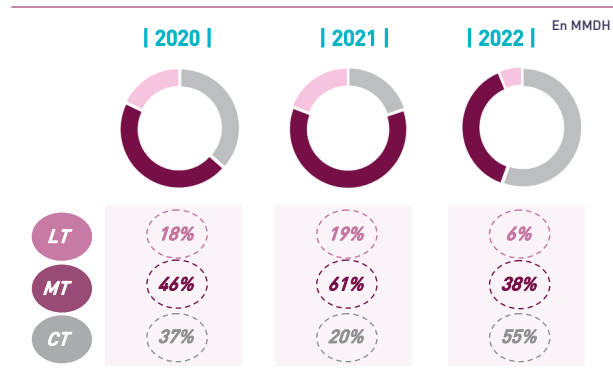


### ... et une prédominance des levées du Trésor sur le segment CT de la courbe

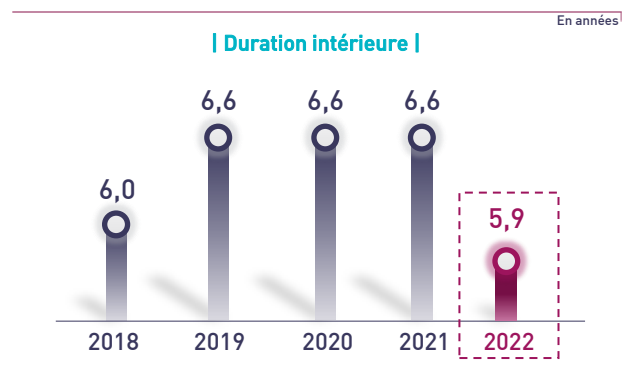
En 2022, la politique d'émission du Trésor s'est caractérisée par la prépondérance des levées sur le segment CT en ligne avec la Demande en BDT des investisseurs. Soucieux de satisfaire ses besoins de financement croissants et dans l'optique de s'adapter à l'intérêt des opérateurs envers le CT, le Trésor a mis en place au cours du T4-22 une nouvelle stratégie visant le recours à des émissions sur le très court terme (32 jours, 45 jours). Plus de la moitié des souscriptions se sont opérées sur cette tranche de maturité en 2022 contre 20% en 2021 et 37% en 2019. A cet effet, nous relevons un réajustement en faveur des maturités moyennes dont le poids ressort à 38% en 2022 contre 61% en 2021. De même, la part des maturités longues a régressé de 19% en 2021 à 6% en 2022, reflétant le manque d'attractivité vers ce segment.

Cette orientation vers le segment CT s'opère dans un contexte inflationniste marqué par les anticipations de la poursuite du durcissement monétaire de BAM. En effet, l'inflation annuelle a accéléré à 6,6% en 2022, contre 1,4% en 2021. Par conséquent, la durée de vie moyenne de la dette intérieure du Trésor a baissé en 2022 passant à 5,9 années contre 6,6 années durant la période 2019-2021.

### 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.

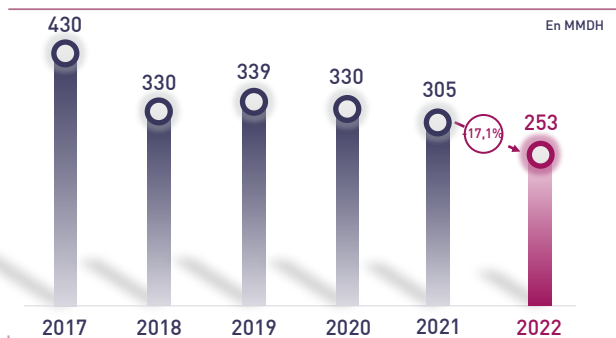
## UNE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT FAVORISANT LE COMPARTIMENT CT

### Une poursuite de l'affaiblissement de la Demande en BDT conjuguée à une orientation vers le CT...

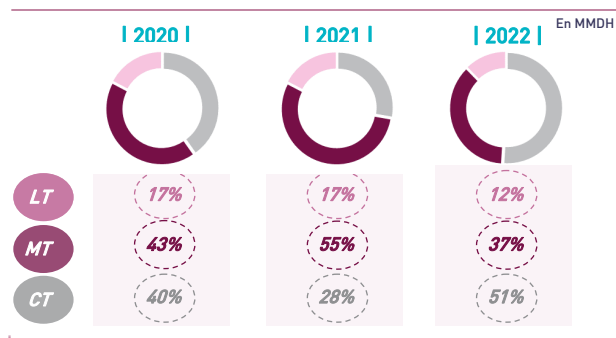
La Demande des investisseurs en BDT marque un net recul en 2022 confirmant la tendance baissière entamée depuis 2019. Celle-ci s'établit à 253 MMDH en 2022, en baisse de -17,1% par rapport à 2021. Ainsi, la Demande des investisseurs franchit à la baisse la barre symbolique des 300 MMDH.

À l'analyse de la répartition de la Demande des investisseurs en BDT, nous relevons une prépondérance des maturités courtes dans les portefeuilles des investisseurs dont le poids a progressé de 28% à 51% sur la période 2021-2022. Ceci s'est opéré au détriment des maturités moyennes dont le poids a reculé à 37% en 2022 contre 55% en 2021. Concernant le LT, son poids a reculé de 17% à 12% durant la même période. Cette orientation de la Demande des opérateurs vers le CT demeure conforme avec la politique d'émission du Trésor en BDT en 2022.

### TRÉSOR : ÉVOLUTION DE LA DEMANDE 2017-2022



### VENTILATION DE LA DEMANDE PAR MATURITÉ

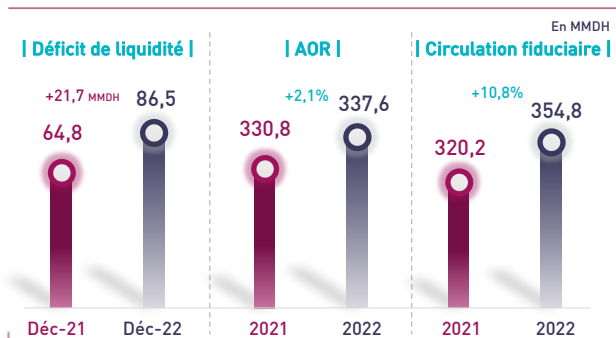


### ... sous l'effet de trois principaux facteurs

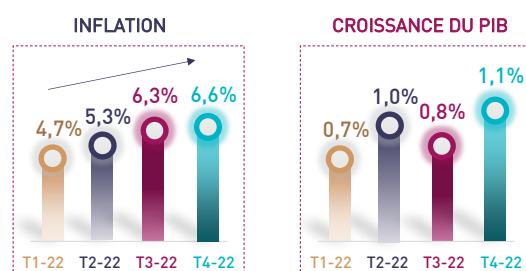
Selon notre propre lecture, le net ralentissement de la Demande en BDT et son orientation vers le compartiment CT s'expliqueraient par trois principaux facteurs :

- (1) Le creusement du déficit de liquidité bancaire à fin 2022 de près de 22,0 MMDH à 86,5 MMDH. En effet, la circulation fiduciaire a atteint un plus haut de plus de 30 ans ;
- (2) L'orientation du Trésor vers les nouveaux mécanismes de financements innovants relativement plus attractifs que les BDT. Ces nouvelles opérations ont atteint 25 MMDH à fin 2022 contre une prévision de la LF-22 de 12 MMDH ;
- (3) Le manque d'appétit des sociétés de gestion et des assurances envers les BDT dans un contexte inflationniste qui semble persister ainsi que les anticipations de relèvement du Taux Directeur de BAM. En atteste le repli des volumes de la catégorie obligataire de -18,3% passant de 481 MMDH en 2021 à 393 MMDH en 2022.

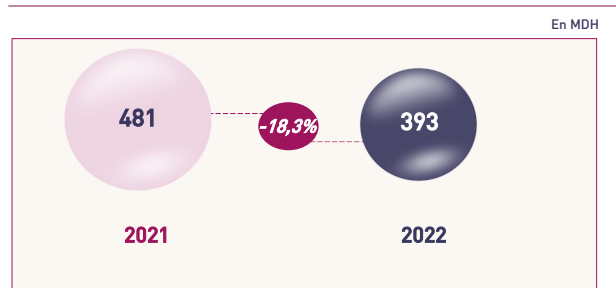
### MAROC : AGRÉGATS DE LIQUIDITÉ



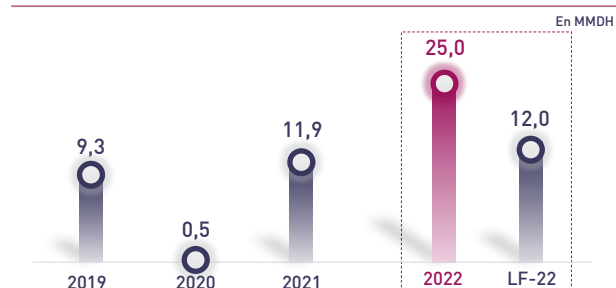
### MAROC : PRÉVISIONS INFLATION VS. CROISSANCE 2022



### ACTIF SOUS GESTION DES OPCVM OBLIGATAIRES



### MAROC : FINANCEMENTS INNOVANTS DEPUIS 2019



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

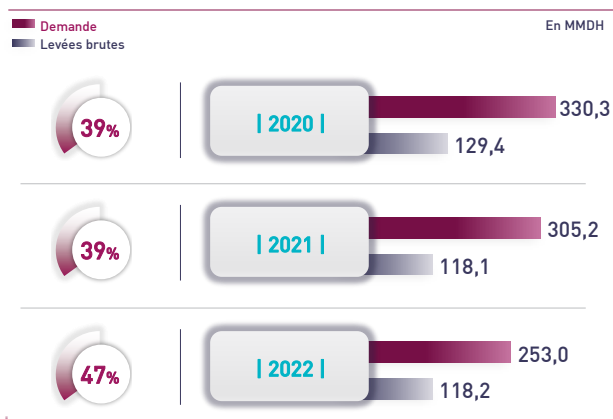
## UN RETOURNEMENT HAUSSIER DES TAUX, ACCENTUÉ PAR LA NOUVELLE POLITIQUE MONÉTAIRE

### La confrontation entre l'Offre et la Demande en BDT favorise le relèvement des exigences de rentabilité

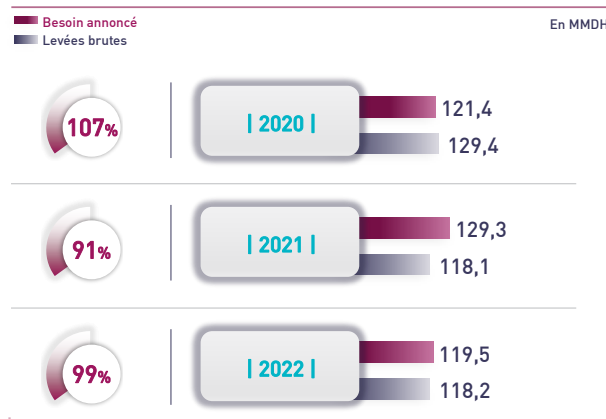
Au cours de l'année 2022, les Taux obligataires ont subi des tensions haussières significatives compte tenu de la baisse importante de la Demande des investisseurs confrontée à une Offre en BDT soutenue du Trésor. Plus en détails :

- ⇒ Le repli important de la Demande des investisseurs en BDT s'est traduit par une hausse du taux moyen de satisfaction de 8,0 pts, passant de 38,7% en 2021 à 46,7% en 2022. Dans ces conditions, nous avons assisté à un relèvement des exigences de rémunération des opérateurs locaux envers les BDT ;
- ⇒ La rationalisation de l'Offre du Trésor en BDT se traduisant par une stagnation des souscriptions par rapport à 2021 à 118 MMDH. Le taux de réalisation des besoins annoncés du Trésor ressort à 99% contre 91% une année auparavant. Rappelons que ce taux s'est établi à 117% au T4-22 en lien avec les besoins de financement intensifiés du Trésor au cours de cette période.

#### TRÉSOR : TAUX DE SATISFACTION DE LA DEMANDE



#### TRÉSOR : TAUX DE RÉALISATION DES BESOINS

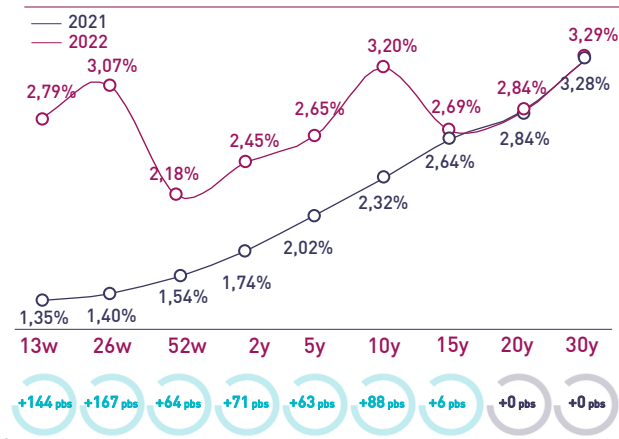


### Une forte appréciation des Taux CT induisant un inversement de la courbe primaire au T4-22

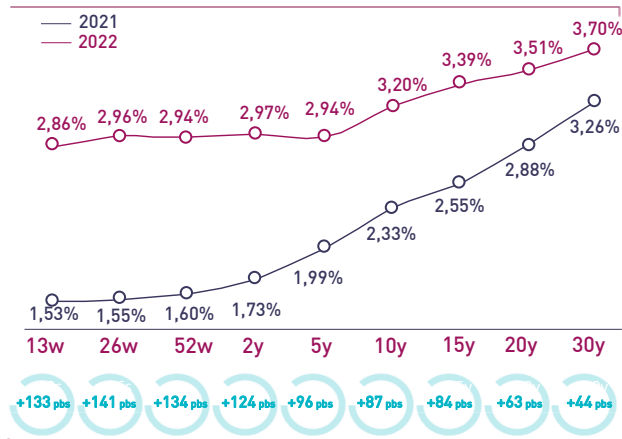
La confrontation entre d'une part un besoin de financement important du Trésor satisfait quasi-exclusivement sur le marché domestique et d'autre part, une faible Demande en BDT orientée principalement vers le CT a exercé des pressions significatives sur les Taux CMT. À noter que le relèvement du TD de BAM a accentué la hausse des Taux obligataires à compter du T4-22.

En raison d'une très faible Demande en BDT envers le segment LT, le Trésor n'a pas marqué de hausse de Taux sur ce compartiment. Ainsi, nous avons assisté à un inversement de la courbe primaire avec des Taux CT supérieurs à ceux du MLT. À titre indicatif, le Taux 26 semaines a dépassé pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 2015 le seuil de 3,0%, soit un spread de plus de +40 PBS avec le Taux 5 ans. Les Taux primaires CT ont ainsi connu des hausses atteignant 167 PBS en une année, tandis que l'appréciation des maturités MLT a oscillé entre 6 et 88 PBS. Concernant la Courbe secondaire, les maturités courtes ont connu des hausses sensibles dépassant les 140 PBS en 2022.

#### MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE (BDT)



#### MAROC : COURBE OBLIGATAIRE SECONDAIRE (BDT)



Sources : Ministère des finances, Salle des marchés AWB, 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  
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 Iraqui  
+212 5 29 03 68 01  
m.iraqui@attijari.ma  
Casablanca

## ASSOCIATE

Meryeme Hadi  
+212 5 29 03 68 19  
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

Ulderic Djado  
+237 681 77 89 40  
u.djado@attijarisecurities.com  
Douala

## FINANCIAL ANALYST

Yves André Angaman  
+225 07 49 24 60 35  
yves.angaman@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.benromdhane@attijaribank.com.tns

### CEMAC - CAMEROUN

Felix Dikosso  
+237 651 23 51 15  
f.dikosso@attijarisecurities.com

## Activités de marchés

### MAROC

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

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

