

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



VERS UNE NOUVELLE STRATÉGIE DE FINANCEMENT DU TRÉSOR EN 2023

- 03 | Un retour attendu sur le marché international après une longue absence
- 06 | Une sortie à l'international qui répond à la nouvelle orientation du Trésor
- 07 | Un relèvement attendu du poids de la dette extérieure en 2023E



Attijari
Global Research

EXECUTIVE SUMMARY

En ce début d'année, le Maroc concrétise son 1^{er} emprunt à l'international et ce, après deux années d'absence. Cette levée en devise d'un Eurobond de 2,5 MM\$, sursouscrite 4,6 fois, atteste de la qualité de signature du Royaume dans un contexte défavorable marqué par le retour de l'aversion au risque.

Comparé aux marchés émergents, le Maroc semble toujours bénéficier de conditions de financement plus attractives, à travers un spread moyen de PDR non négligeable de 213 PBS en 2023. Ainsi, le Maroc intègre le TOP-10 des émissions des marchés émergents, après l'Arabie Saoudite (10 MM\$), l'Indonésie (3 MM\$) et la Turquie (2,75 MM\$) depuis le début de l'année 2023.

Au-delà des aspects techniques de cette levée, notre analyse s'articule autour de 4 points majeurs :

- La récente levée du Trésor s'avère, selon nous, en dessous des attentes du marché qui prévoyait un montant supérieur à 3 MM\$. Néanmoins, la forte Demande envers le papier neuf et la qualité de la signature du Maroc devraient faciliter la réalisation des tirages extérieurs à l'avenir (plafonnés à 60 MMDH en 2023E) ;
- Le timing de sortie du Trésor paraît judicieux. L'argentier de l'État a différé la décision de son émission en mars 2023 au lieu du T4-22, lui permettant d'éviter une phase défavorable marquée par la hausse des spreads de liquidité envers les économies en développement et profitant d'une accalmie visible de la tendance haussière des Taux d'intérêt à l'international ;
- En 2023, nous assistons à un réel retour d'appétit des investisseurs étrangers envers les dettes des marchés africains et ce, après une année marquée par un manque de papier frais. En 2022, seuls trois pays ont eu recours au marché Eurobond, à savoir le Nigeria, l'Angola et l'Afrique du Sud pour un montant cumulé de plus de 6 MM\$;
- La politique de financement du Trésor prévue dans le cadre de la LF-23 devrait rompre avec la tendance observée durant ces deux dernières années, marquée par un recours quasi-exclusif au marché intérieur. Ainsi, les financements extérieurs devraient couvrir près de 80% du besoin de financement net du Trésor en 2023E contre 10% en moyenne durant la période 2021-2022.

AVIS D'EXPERT

Si cette levée à l'international de 26 MMDH rassure le marché financier dans la capacité du Trésor à s'orienter aisément vers l'endettement extérieur, celle-ci demeure néanmoins insuffisante pour combler ses besoins grandissants en 2023. Ces derniers s'établissent à plus de 230 MMDH pour le reste de l'année [Cf. Budget Focus-Janvier 2023].

Cette levée très attendue permettrait à CT d'alléger le recours du Trésor vers le marché intérieur tenant compte d'une importante tombée durant le mois d'avril de plus de 35 MMDH. Aussi, celle-ci soutiendrait les réserves de change à des niveaux confortables [Cf. AGR Annuel Taux 2022].

Au-delà de la politique d'émission du Trésor, l'orientation future des Taux obligataires est étroitement liée aux décisions de relèvement du Taux Directeur de BAM en 2023E. Rappelons que le scénario AGR prévoit la poursuite de la politique monétaire restrictive de BAM en mars 2023 [Cf. AGR Annuel Monétaire 22-23]. Un scénario conforté par les résultats de notre récent sondage opéré auprès des acteurs financiers les plus influents du marché financier marocain [Cf. Sondage Taux Directeur Mars-23].

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 RETOUR ATTENDU SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL APRÈS UNE LONGUE ABSENCE

Une importante levée en dollar, ... qui demeure toutefois en deçà des attentes du marché

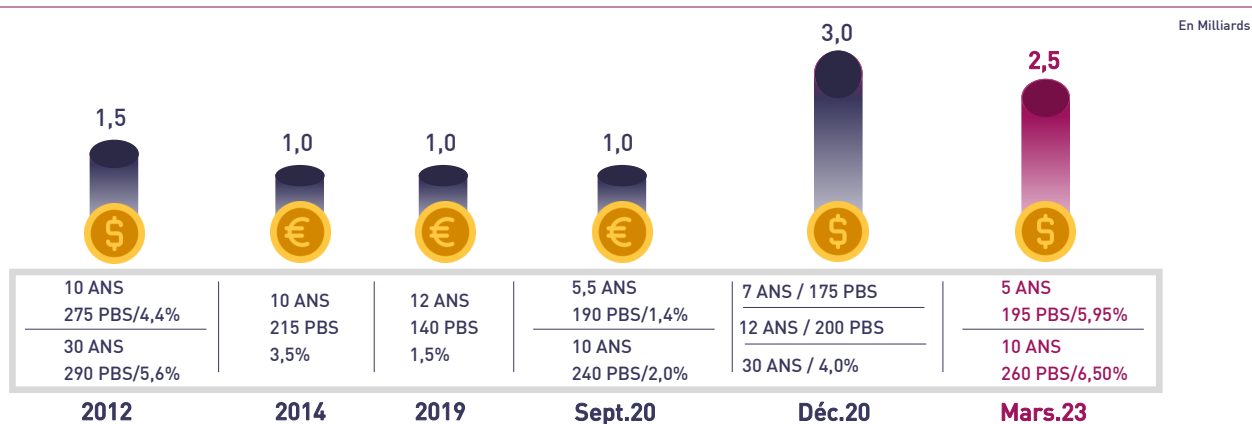
Le 1^{er} mars 2023, le Maroc a émis des obligations souveraines de 2,5 MM\$ sur le marché international et ce, après une levée record de 3,0 MM\$ en décembre 2020. Cette nouvelle sortie s'est opérée en deux tranches de 1,25 MM\$ chacune :

- ⇒ Une maturité de 5 ans à un Taux d'intérêt de 5,95% et un spread de 195 PBS ;
- ⇒ Une maturité de 10 ans à un Taux d'intérêt de 6,50% et un spread de 260 PBS.

Il est à noter que les coûts de financement actuels sont désalignés avec les précédentes levées. En effet, les marchés financiers américains ont connu un changement de paradigme en 2022. Ces derniers ont été marqués par une forte hausse des Taux obligataires aux États-Unis compte tenu du durcissement de la politique monétaire de la FED.

Cette levée confirme la qualité de signature du Royaume à l'échelle internationale. En atteste la Demande des bailleurs de fonds étrangers qui a dépassé les 11,0 MM\$ dans un contexte d'aversion au risque, soit un taux de sursouscription qui dépasse les 4,0x. Le Trésor a pu mobiliser 2,5 MM\$ au terme de sa tournée institutionnelle pour un montant projeté entre 1,5 et 2,0 MM\$. À noter tout de même que cette levée demeure en-deçà du consensus du marché de 3,0 MM\$.

TRÉSOR : LEVÉES À L'INTERNATIONAL DURANT LA PÉRIODE 2012-2023

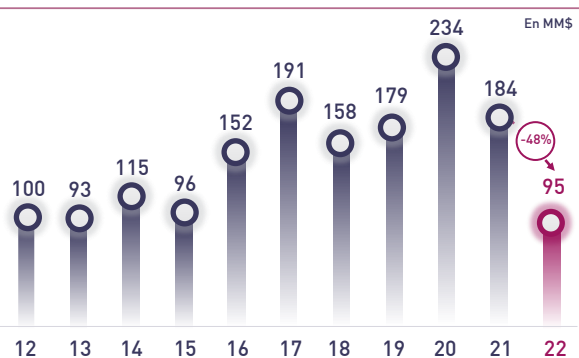


Un momentum approprié, ...évitant la phase de turbulence au sein du marché Eurobond en 2022

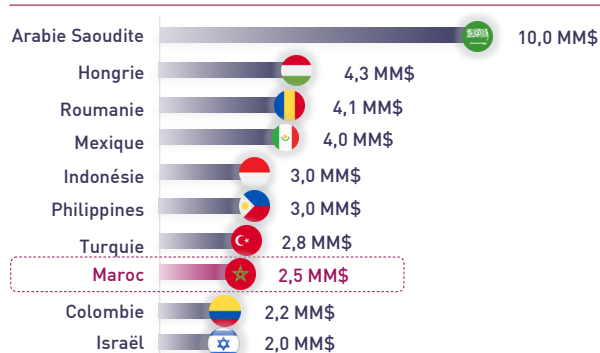
Le timing de cette nouvelle sortie du Trésor à l'international nous semble judicieux. L'argentier de l'État a ainsi différé la décision de son émission en mars 2023 au lieu du T4-22, lui permettant ainsi d'éviter la phase défavorable marquée par une forte hausse des spreads et une nette appréciation du dollar à l'international en 2022. À cet effet, le Maroc devient ainsi le 2^{ème} pays africain après l'Égypte à sortir sur le marché des Eurobonds en 2023 et intègre le TOP-10 des émissions des marchés émergents en 2023.

Il faut rappeler que le marché des Eurobonds des marchés émergents a manqué de profondeur en 2022. Ses émissions se sont établies à 95 MM\$ en 2022 après un record de 234 MM\$ en 2020, soit le plus bas niveau durant la dernière décennie. À l'origine, une conjoncture économique difficile marquée par le conflit ukrainien, le renchérissement des matières premières ainsi que l'émergence du risque lié aux dettes souveraines.

ÉVOLUTION DU MARCHÉ EUROBOND 12-22



MARCHÉS ÉMERGENTS : TOP 10 EUROBONDS* 2023



*Classification Bloomberg : Sorties Eurobonds libellées en dollar
Données arrêtées au 07/03/2023

Sources : Bloomberg, Reuters, Calculs & Analyse AGR

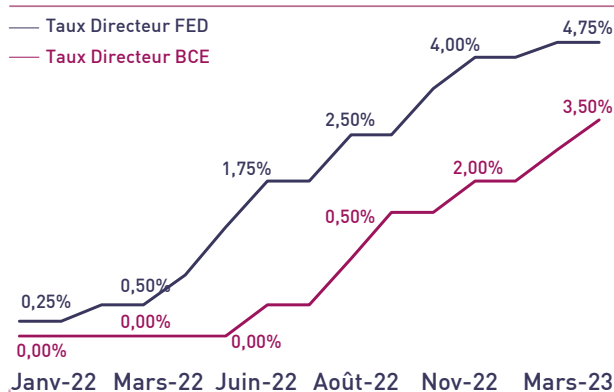
EN DÉPIT DU RESSERREMENT DES CONDITIONS DE FINANCEMENT À L'INTERNATIONAL...

Le durcissement de la politique monétaire de la FED pèse sur le financement des dettes émergentes

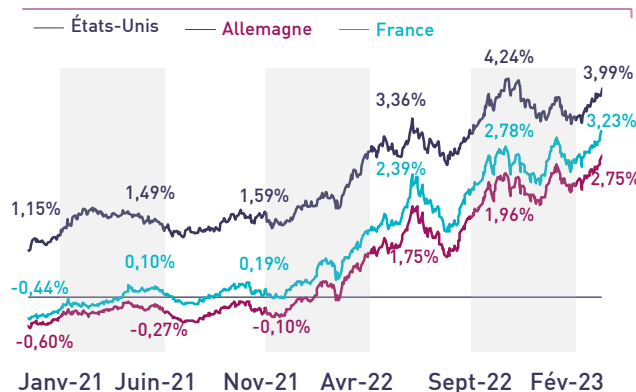
Depuis 2022, nous avons assisté à une accélération des durcissements monétaires à l'international. Afin de juguler les pressions inflationnistes qui ont atteint des pics de 40 ans aux USA et en ZE (à plus de 10,0%), la FED et la BCE ont relevé leur principal Taux Directeur de +450 PBS et +350 PBS respectivement, soit des plus hauts niveaux depuis 2007. Ce pivot des politiques monétaires a induit des conséquences sur le marché de la dette et principalement sur les coûts de refinancement des pays africains :

- ⇒ Une hausse substantielle des Taux de référence en lien avec la progression des rendements américains. Le Taux 10 ans US s'est apprécié de +248 PBS, passant de 1,51% en décembre 2021 à 3,99% début mars 2023 ;
- ⇒ Un relèvement important des spreads de crédit des marchés africains en lien avec l'appréciation du dollar à l'international suite au durcissement monétaire de la FED. Une situation qui a altéré les équilibres budgétaires et a entamé la capacité de plusieurs pays à rembourser leurs dettes extérieures. Dans ce contexte, les agences de notation ont dégradé plus de 12 pays africains depuis 2021. Le Ghana vient même de suspendre en décembre le paiement des échéances sur une partie de sa dette extérieure, dont les Eurobonds.

BANQUES CENTRALES : ÉVOLUTION TAUX DIRECTEUR



BENCHMARK : ÉVOLUTION DES TAUX 10 ANS



Une orientation exclusive du marché émergent des Eurobonds vers les émissions en dollar

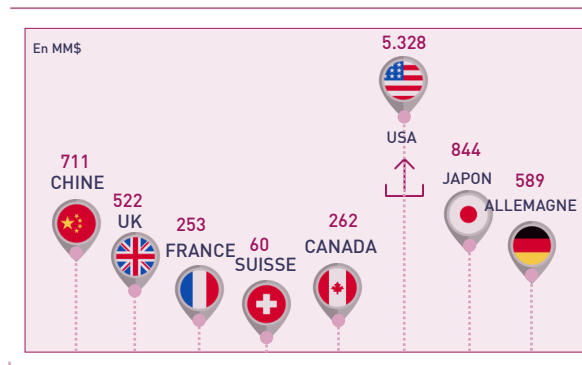
Au-delà de la problématique de coût de financement, le marché de la Dette Eurobond a aussi fait face à un enjeu de liquidité en 2022. Concomitant à la hausse des Taux, ce marché est resté pénalisé par l'arrêt des programmes d'assouplissement quantitatif des Grandes Banques Centrales principalement de la BCE. L'institut de Frankfort avait mis en arrêt son programme d'assouplissement d'urgence PEPP¹ mis en place durant la crise sanitaire. En fin d'année, la BCE annonce la réduction progressive de son programme traditionnel de rachat d'actifs L'APP² initié en 2014. Pour sa part, la FED a débuté la réduction de la taille de son Bilan dès novembre 2022 après avoir arrêté son QE en juin 2022.

À l'analyse des devises d'émission Eurobond des dettes émergentes, nous relevons une orientation quasi-exclusive vers le billet vert durant la période 2022-2023. À l'origine, une abondance de liquidité en dollar par rapport à l'euro tenant compte des programmes de relance budgétaire inédits aux États-Unis par rapport à la Zone Euro. Ces derniers avaient totalisé un montant de plus 5.000 MM\$ aux USA contre plus de 1.000 MM€ en ZE.

BCE VS. FED : PROGRAMMES RACHATS D'ACTIFS



CRISE COVID : PLANS DE RELANCE BUDGÉTAIRE MM\$



(1) Programme d'achats d'urgence face à la pandémie
(2) Programme d'achat d'actifs

...LE MAROC OPTIMISE SA SORTIE À L'INTERNATIONAL PAR RAPPORT À SON BENCHMARK

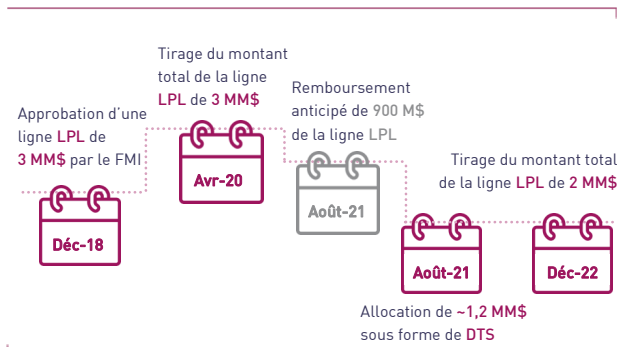
Une confiance renouvelée des instances à l'international...

Malgré les effets négatifs de la crise sanitaire et du conflit ukrainien, le Maroc a préservé ses fondamentaux économiques. En atteste la maîtrise du déficit budgétaire à 5,1% du PIB en amélioration de 760 MDH comparativement à 2021 et ce, en dépit du contexte inflationniste, des coûts de subvention du Gaz & Electricité et des aides directes aux secteurs touchés. Parallèlement, l'endettement public se stabilise en dessous des 70% du PIB contre des niveaux proches des 90% au sein des économies comparables, à l'instar de l'Égypte et de la Jordanie.

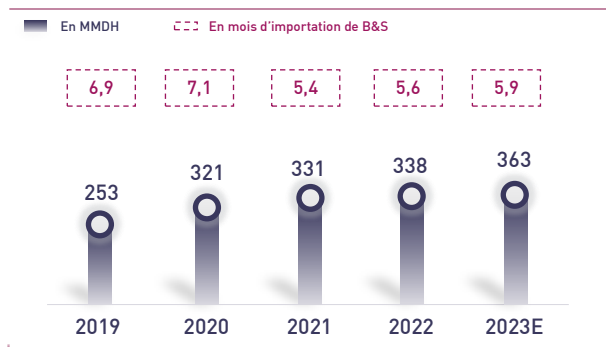
Parallèlement, la dernière sortie du Maroc de la liste grise du GAFI en février 2023 est un signal positif qui devrait soutenir BAM pour l'obtention d'une LCM¹ auprès du FMI. Celle-ci permettrait d'accéder à des financements extérieurs importants à des conditions relativement plus souples. Cette confiance renouvelée a, selon nous, deux retombées positives :

- (1) Soutenir les niveaux confortables des réserves de change autour des 6 mois d'importation de biens et services, rassurant les investisseurs sur la capacité du Royaume à honorer ses engagements à MLT. Rappelons que le Maroc a remboursé un Eurobond de 1,5 MM\$ en décembre 2022 ;
- (2) Fournir un coussin de sécurité au Trésor d'ici la fin de l'année dans le cas où les conditions de financement au niveau local et/ou international se durcissaient en 2023E. Rappelons que le Trésor avait activé la LPL auprès de BAM pour un montant de 21 MMDH en décembre dernier.

FMI : ÉVOLUTION LPL ET DTS DEPUIS 2018



MAROC : ÉVOLUTION DES RÉSERVES DE CHANGE



...se traduisant sur les primes de risque exigées par les investisseurs à l'égard du Royaume

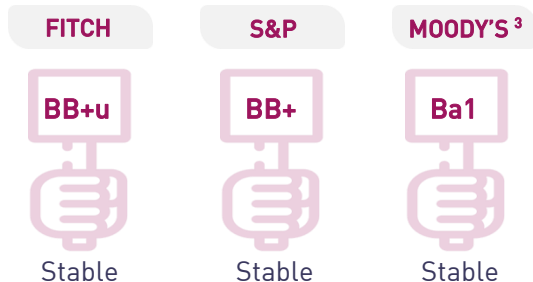
Les spreads de liquidité assortis à ce nouvel Eurobond du Maroc s'établissent à des niveaux attractifs. Ces derniers sont proches de la catégorie d'Investment Grade². À titre d'exemple, l'Arabie Saoudite vient d'émettre un Eurobond de 10 MM\$ avec une prime moyenne autour de 150 PBS contre 260 PBS pour le 10 ans Maroc. La Turquie, mieux notée que le Maroc, affiche pour sa part un spread de plus de 500 PBS pour sa dernière sortie de 2,75 MM\$ en janvier 2023.

En 2023, nous avons assisté à un assouplissement des primes de risque de la dette souveraine marocaine à LT libellée en dollar. Ces dernières ont connu un repli de -42% depuis leur plus haut en 2022, passant de 387 PBS à près de 220 PBS en mars 2023. Ces niveaux demeurent plus avantageux que les spreads exigés pour les émissions en dollar des marchés émergents, soit une décote moyenne aux environs de 100 PBS pour une maturité de 10 ans.

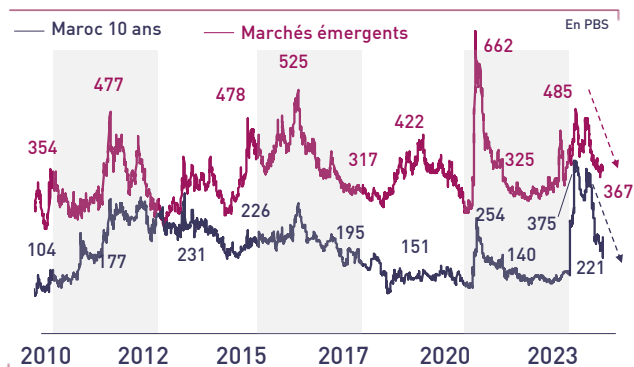
À l'origine, la résilience des fondamentaux macroéconomiques et financiers du Maroc face aux chocs exogènes. Dans ce contexte, les principales agences de notation S&P et Fitch ont maintenu leur rating favorable en 2022.

MAROC : NOTATIONS DES PRINCIPALES AGENCES

DETTE LT EN DEVICES ÉTRANGÈRES



SPREAD DE CRÉDIT : MAROC VS. MARCHÉS ÉMERGENTS



(1) Ligne de Crédit Modulable

(2) Investment Grade fait référence au groupe de notations de crédit impliquant un faible risque de défaut (de AAA à BBB-)

(3) L'agence de notation Moody's a relevé la perspective de la note du Maroc de « Négative » à « Stable » en juillet 2022

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

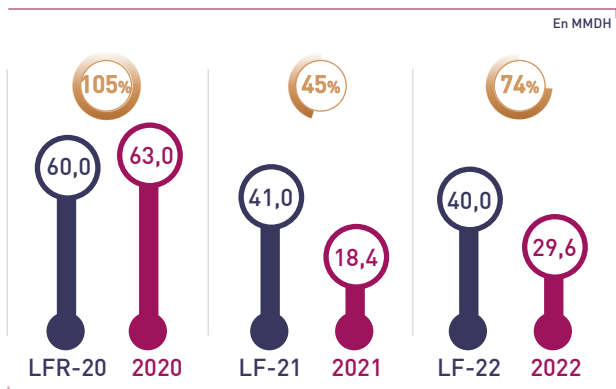
UNE SORTIE À L'INTERNATIONAL QUI RÉPOND À LA NOUVELLE ORIENTATION DU TRÉSOR

Une sortie impérative pour la réalisation des financements extérieurs prévus par la LF-23...

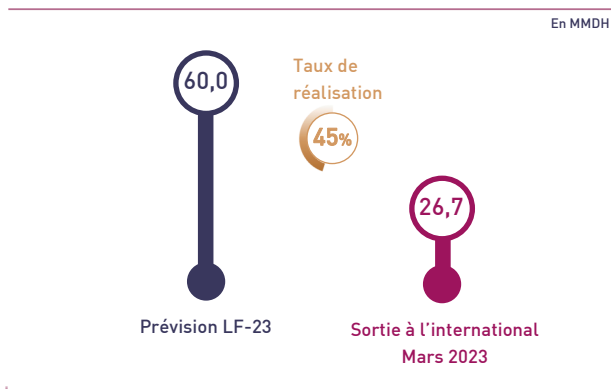
La période 2021-2022 a marqué un net décalage des taux de réalisation des financements extérieurs prévus dans le cadre des Lois de Finances. Ces derniers n'ont pas dépassé les 60% en moyenne durant la période étudiée contre 105% en 2020. À l'origine, une absence du Trésor sur le marché international ces 2 dernières années en raison du durcissement visible des conditions de financement des dettes souveraines depuis fin 2021.

Dans ces conditions, cette sortie à l'international semble de bon augure pour la réalisation totale des financements extérieurs prévus dans le cadre de la LF-23. Ceux-ci sont projetés à 60,0 MMDH, en progression de 50% par rapport aux estimations de la LF-22 et représentent le double des financements extérieurs réalisés en 2022. Avec une émission à l'international de plus de 26,0 MMDH, le taux de réalisation extérieur ressortirait à 45,0% en mars 2023, soit un reliquat à financer à l'international de près de 34,0 MMDH d'ici la fin de l'année 2023.

RÉALISATION DES FINANCEMENTS EXTÉRIEURS 20-22



PRÉVISION DES FINANCEMENTS EXTÉRIEURS EN 2023



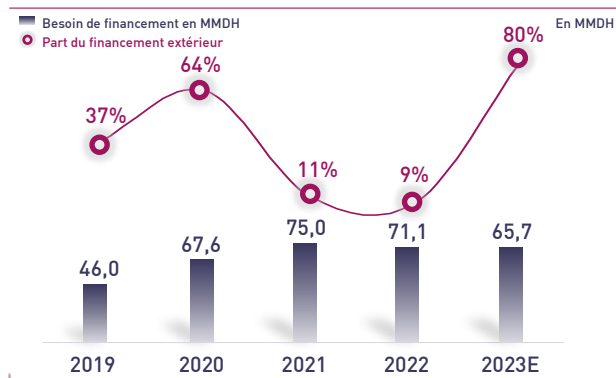
Le Trésor rebascule vers les financements extérieurs pour satisfaire ses besoins grandissants en 2023E

En 2023, la politique de financement du Trésor devrait rompre avec la tendance observée durant ces 2 dernières années. Cette période était marquée par un recours quasi-exclusif au marché domestique avec un poids du financement intérieur qui a dépassé les 90% sur la période 2021-2022. Ainsi, la nouvelle orientation du Trésor vers les financements extérieurs devrait porter leur part à 80% en 2023E contre 10% durant la période 2021-2022.

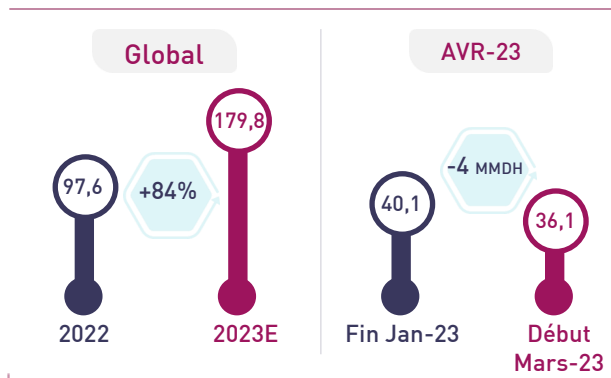
Selon nous, le recours au financement extérieur paraît indispensable afin d'accompagner l'effort budgétaire de l'État tout en évitant d'exercer des pressions supplémentaires sur les liquidités domestiques et d'alimenter des tensions haussières additionnelles sur les Taux obligataires en 2023E. En dépit d'une nette amélioration attendue du déficit budgétaire à 4,5% en 2023E contre une moyenne de 5,9% durant la période 2020-2022, celui-ci reste largement supérieur à la moyenne observée sur 2017-2019, soit de 3,5% du PIB.

Cette dernière levée à l'international devrait ainsi satisfaire partiellement les besoins grandissants de financement brut du Trésor accentués par des tombées importantes en 2023E (conséquence d'une stratégie d'émission axée sur le CT). En dépit de la multiplication des opérations d'échange de BDT du Trésor durant le T1-23, les tombées progressent fortement de +84% à 180 MMDH en 2023E, contre 98 MMDH en 2022.

ÉVOLUTION DE LA PART DU FINANCEMENT EXTÉRIEUR



TRÉSOR : ÉVOLUTION DES TOMBÉES EN BDT



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

UN RELÈVEMENT ATTENDU DU POIDS DE LA DETTE EXTÉRIEURE EN 2023E

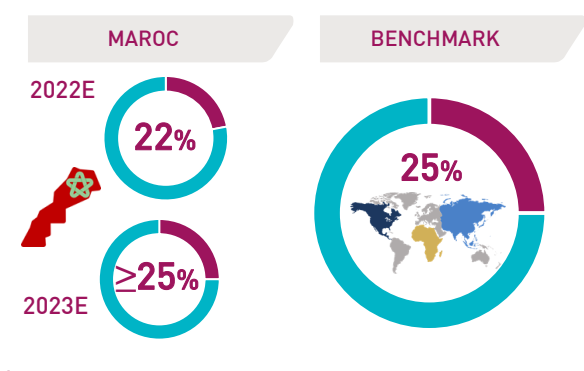
Un contexte favorisant la poursuite du financement du Trésor sur le marché international ...

La récente levée en devise du Royaume devrait favoriser la poursuite du financement du Trésor à l'international que ce soit auprès des institutions monétaires ou auprès des marchés de la dette en devise en 2023E. Ce scénario est soutenu par deux arguments :

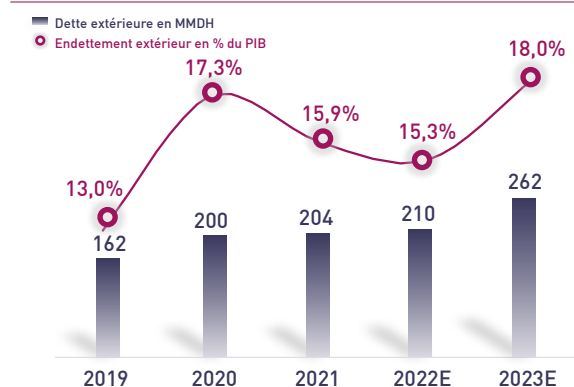
- ⇒ Nous assistons à un retour d'appétit des investisseurs envers les dettes des marchés émergents en 2023 après une année marquée par un manque de papier frais. En effet, les émissions Eurobonds des obligations émergentes ont dépassé les 50 MM\$ durant le T1-23, soit plus de 50% des émissions cumulées en 2022 ;
- ⇒ Les anticipations d'une pause de la politique monétaire restrictive de la FED après 8 hausses successives depuis mars 2022. Ceci devrait permettre au Trésor de se financer à des conditions plus avantageuses lors de ses prochaines levées en 2023E.

Dans ces conditions, la quote part de la dette extérieure pourrait franchir la barre des 25% en 2023E contre seulement 22% durant la période 2021-2022. Ce niveau demeure en ligne avec le benchmark de référence du Trésor. Ainsi, la dette extérieure devrait dépasser les 250 MMDH en 2023E. Il s'agit d'un endettement extérieur maîtrisé à 18,0% du PIB limitant ainsi tout risque lié à la volatilité du marché des changes.

POIDS DETTE EXTÉRIEURE: MAROC VS. BENCHMARK



DETTE EXTÉRIEURE VS. ENDETTEMENT EXTÉRIEUR

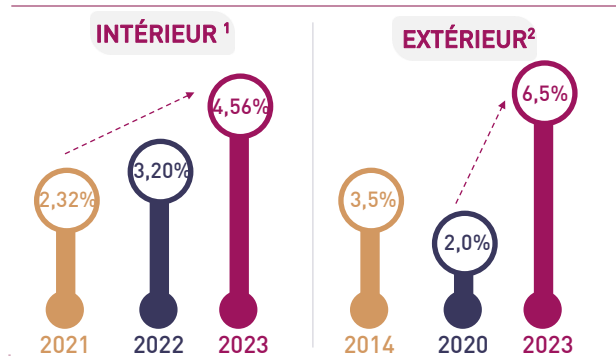


Sans pour autant remettre en cause la soutenabilité du service de la dette publique de l'État

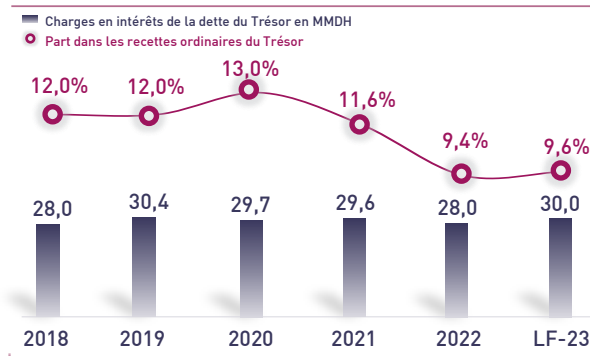
Avec la hausse des Taux d'intérêt au Maroc et l'appréciation du dollar en 2022, la problématique de la viabilité du service de la dette souveraine revient au devant de la scène. En dépit de la hausse des coûts de financement, plusieurs facteurs d'assurance écartent tout risque de dérapage budgétaire au Maroc. À titre d'exemples :

- (1) Le faible poids des charges d'intérêt extérieures dans la structure globale du service de la dette (soit 16% sur 2020-2022). Par ailleurs, les charges d'intérêt globales du Trésor devraient rester maîtrisées autour de 10% en moyenne de ses recettes ordinaires sur 2021-2023E, en ligne avec la médiane de 10% des marchés émergents ;
- (2) L'amélioration des spreads de liquidité du MAD depuis leur plus haut en septembre à 4,9%. À l'origine, la progression des recettes touristiques et MRE, la détente de la facture énergétique ainsi que le relèvement à deux reprises du Taux Directeur de BAM en 2022.

TRÉSOR : ÉVOLUTION CÔÛT DE FINANCEMENT (10 ANS)



TRÉSOR : POIDS DES CHARGES D'INTÉRÊT (18-23E)



(1) 2021-2022 : Données fin de période / 2023 : Données au 13/03/2023

(2) Taux facial des dernières sorties à l'international du Maroc sur la maturité 10 ans

Sources : Ministère des finances, 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

Ulderich 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 07 80 68 68
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 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, reposter 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.

