

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2

T3

T4

| MAROC | TRIMESTRIEL Marché des Taux 2025

VERS UN **APLATISSEMENT** DE LA COURBE OBLIGATAIRE AU MAROC EN **2025**

- 04 | Une situation budgétaire confortable dans un contexte de maîtrise de l'inflation
- 05 | Une Offre maîtrisée du Trésor en BDT durant ce premier trimestre
- 06 | Une aversion au risque visible sur l'orientation des investisseurs vers le CT
- 07 | Poursuite du mouvement baissier de la courbe des Taux durant le T1-25



Attijari
Global Research

EXECUTIVE SUMMARY

La détente des Taux obligataires entamée en 2024 s'est poursuivie durant le T1-25 dans un contexte marqué par le repli de l'inflation au Maroc [\[Cf. AGR Annuel Taux 2024\]](#), l'amélioration des perspectives économiques et l'enclenchement d'un cycle monétaire accommodant de Bank Al-Maghrib [\[Cf. Taux Directeur-Mars 2025\]](#).

Par ailleurs, le Maroc concrétise en mars 2025 son 1^{er} emprunt à l'international et ce, après deux années d'absence. Une émission de 2,0 MM€ permettant à la fois de réaffirmer la qualité de signature du Royaume et de soutenir la tendance baissière des Taux au niveau local [\[Cf. Emission Eurobond Maroc 2025\]](#).

Nous assistons aujourd'hui à une amélioration des perspectives économiques en dépit d'un contexte international tendu. Le dynamisme de la croissance au Maroc sera soutenu par le redressement de la composante agricole et par le raffermissement de la Demande intérieure sous l'effet du démarrage du super-cycle d'investissement. Néanmoins, nous avons observé un retour de l'aversion au risque sur le marché des BDT à travers une orientation des investisseurs vers les maturités CT au T1-25.

Les finances publiques demeurent confortables [\[Cf. Budget Focus - Avril 2025\]](#), à travers un déficit budgétaire du Trésor de seulement 17 MMDH à fin avril 2025. À l'origine, la maîtrise des dépenses de compensation dans un contexte marqué par la détente des prix énergétiques, la hausse des recettes fiscales et l'activation des financements innovants pour la 5^{ème} année consécutive.

Selon notre propre lecture, nous restons convaincus que les Taux devraient poursuivre leur tendance baissière d'ici la fin de l'année 2025. Un scénario soutenu par les facteurs suivants :

- (1) *La stratégie de financement extérieur du Trésor.* La dernière sortie en devise semble rassurer les investisseurs quant à la capacité du Trésor à achever les financements extérieurs estimés dans la LF-25. Ces financements couvriraient 89% du besoin de financement net du Trésor en 2025E, soit des tirages de 60 MMDH en 2025E contre 40% durant les deux dernières années ;
- (2) *Une marge de manœuvre supplémentaire de BAM pour assouplir sa politique monétaire.* Tenant compte des anticipations inflationnistes rassurantes au Maroc, nous n'excluons pas une nouvelle action de baisse du TD de BAM d'ici la fin d'année 2025, pour un Taux d'équilibre à 2,0%.

Nous anticipons la poursuite de l'aplatissement de la courbe obligataire à travers l'écrasement des spreads CT et MLT d'ici la fin de l'année 2025. Une situation qui permettrait au Trésor de lisser ses tombées futures à un coût relativement faible.

Nous recommandons aux investisseurs de sensibiliser davantage leurs portefeuilles obligataires en s'orientant vers le segment MLT. Une orientation qui permettrait de doper le niveau de rentabilité des portefeuilles en raison de la baisse des Taux qui se profile.

Lamyae Oudghiri

Directeur Activités de
Marché
+212 529 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma

Meryeme Hadi

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

SOMMAIRE

UNE SITUATION BUDGÉTAIRE CONFORTABLE DANS UN CONTEXTE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

L'inflation maîtrisée autour de la cible de BAM ...
... et une trésorerie amenée à se renforcer d'ici la fin d'année 2025

UNE OFFRE MAÎTRISÉE DU TRÉSOR EN BDT DURANT CE PREMIER TRIMESTRE

Quasi-stagnation des emprunts du Trésor sur le marché primaire des BDT...
... conjuguée à une orientation visible envers le compartiment CMT

UNE AVERSION AU RISQUE VISIBLE SUR L'ORIENTATION DES INVESTISSEURS VERS LE CT

Une légère baisse de la Demande des investisseurs en BDT durant le T1-25 ...
... dans un contexte caractérisé par deux principaux facteurs

POURSUITE DU MOUVEMENT BAISSIER DE LA COURBE DES TAUX DURANT LE T1-25

Un taux de satisfaction de la Demande en BDT maîtrisé autour des 50% ...
... permettant un financement sans pression sur le marché domestique

ANNEXE 1 : RÉCAPITULATIF LF 2025

ANNEXE 2 : TABLEAU DE BORD ÉCONOMIQUE

UNE SITUATION BUDGÉTAIRE CONFORTABLE DANS UN CONTEXTE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

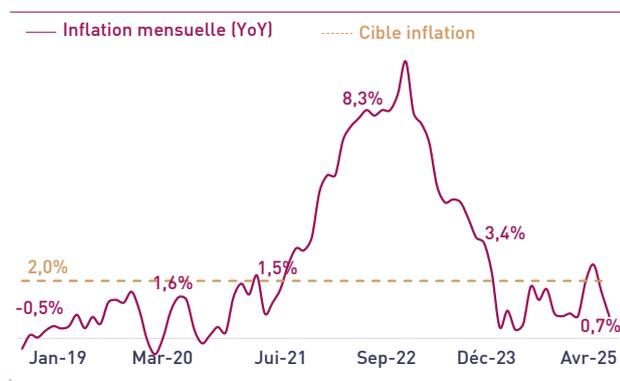
L'inflation maîtrisée autour de la cible de BAM...

Au niveau national, l'activité économique demeure impactée par la récurrence de la sécheresse et les conséquences du stress hydrique. Néanmoins, les efforts du Royaume pour attirer l'investissement permettraient un meilleur dynamisme de l'économie marocaine sur le MT. Ainsi, la croissance devrait se consolider à 3,9% en 2025E, puis à 4,2% en 2026E. Une accélération soutenue par la récolte céréalière qui évoluerait de 35 MQx en 2025E à 50 MQx en 2026E.

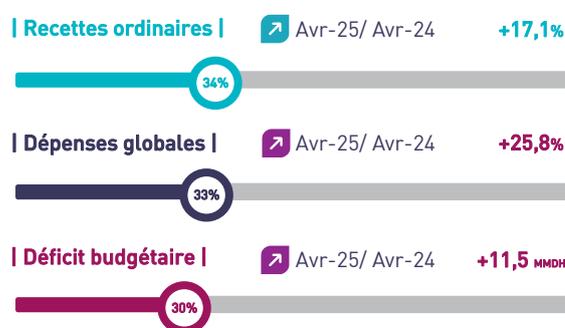
L'inflation a sensiblement décéléré en 2024, soit à 0,9% après les niveaux élevés enregistrés durant 2022-2023 de plus de 6,0%. Au terme du mois d'avril 2025, l'inflation a évolué en dessous de la cible de BAM de 2,0% pour s'établir à 0,7%. À noter que la soutenabilité des conditions climatiques défavorables pourrait entraîner une hausse des prix des denrées alimentaires, impliquant un retour des pressions inflationnistes.

À fin avril 2025, la situation des finances publiques fait ressortir un déficit budgétaire de 17,5 MDH contre 6,0 MMDH à fin avril 2024. À l'origine, la performance des recettes de l'État grâce aux composantes fiscales (IS et IR) qui ont augmenté de +19,8 MMDH (+19,3%) en une année. À cet effet, le solde ordinaire ressort positif à +2,5 MMDH durant la même période [*Cf. Budget Focus - Avril 2025*].

ÉVOLUTION DE L'INFLATION 2019-2025



LF-25 : TAUX DE RÉALISATION À FIN AVRIL 2025

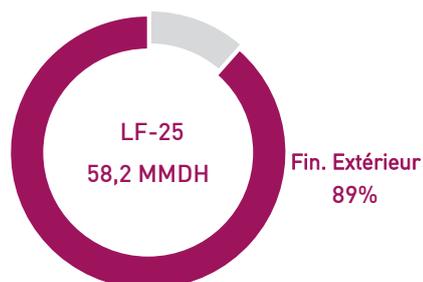


... et une trésorerie amenée à se renforcer d'ici la fin d'année 2025

En l'absence d'une nouvelle levée à l'international en 2024 dans un contexte peu propice marqué par une forte volatilité des marchés financiers et des anticipations du début du cycle monétaire accommodant de la FED et de la BCE, le Trésor a réduit le volume de ses placements sur le marché monétaire. En effet, l'encours global quotidien moyen (y compris les placements à blanc et avec prise en pension) ressort à 9,4 MMDH au T1-25, en baisse de -18 MMDH en une année.

Tenant compte d'un besoin de financement intérieur maîtrisé d'ici fin 2025 et des effets positifs de la dernière sortie en mars de 2,0 MM€, nous devrions assister à un relèvement du niveau des placements du Trésor sur le marché monétaire. Notons que ces derniers ont avoisiné les 40 MMDH au cours du mois d'avril 2025. Le Trésor devrait recourir à hauteur de 89% au marché international pour couvrir son besoin de financement global annuel, soit des tirages extérieurs élevés prévus à 60 MMDH en 2025E, en ligne avec la stratégie du Trésor orientée envers les financements extérieurs enclenchée en 2023 [*Cf. Emission Eurobond Maroc 2025*].

PART DU FINANCEMENT EXTÉRIEUR NET LF-25



TRÉSOR : ENCOURS DES PLACEMENTS MONÉTAIRES



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

UNE OFFRE MAÎTRISÉE DU TRÉSOR EN BDT DURANT CE PREMIER TRIMESTRE

Quasi-stagnation des emprunts du Trésor sur le marché primaire des BDT...

Au premier trimestre de l'année 2025, les souscriptions brutes de l'argentier de l'État sur le marché des adjudications se sont quasi-stabilisées par rapport à la même période de l'année précédente, atteignant 43,5 MMDH. Néanmoins, ce niveau demeure plus élevé de 34% par rapport à la moyenne trimestrielle observée durant la période 2020-2022 de 32,5 MMDH. Rappelons que le niveau élevé au cours du T1-23 d'environ 70 MMDH s'explique principalement par les opérations de rachat de BAM en BDT sur le marché secondaire, permettant de liquéfier le marché primaire.

Les levées nettes du Trésor ont progressé de +12,7%, passant de 23,6 MMDH au T1-24 à 26,6 MMDH au T1-25, et ce tenant compte des tombées en capital et en intérêt moins importantes sur ce premier trimestre. Celles-ci sont passées de 19,1 MMDH à 16,9 MMDH durant la période étudiée. Rappelons que le retour à un niveau normatif des tombées au cours de ces deux dernières années succède à un épisode fortement haussier enregistré au T1-23. Celui-ci s'explique essentiellement par la stratégie d'émission du Trésor au cours du T4-22 axée sur le CT, notamment à travers la création de nouvelles lignes 32 et 45 jours.

TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES BRUTES⁽¹⁾



TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES NETTES⁽²⁾

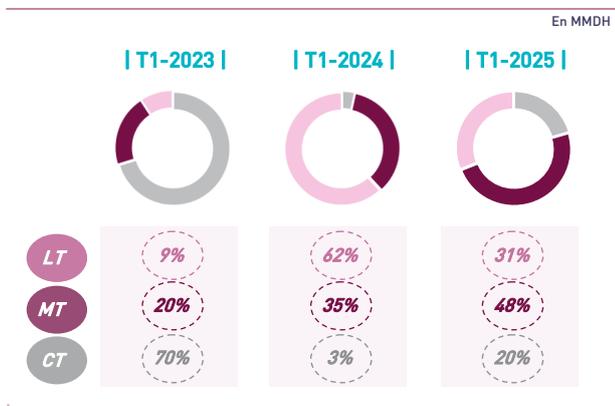


... conjuguée à une orientation visible envers le compartiment CMT

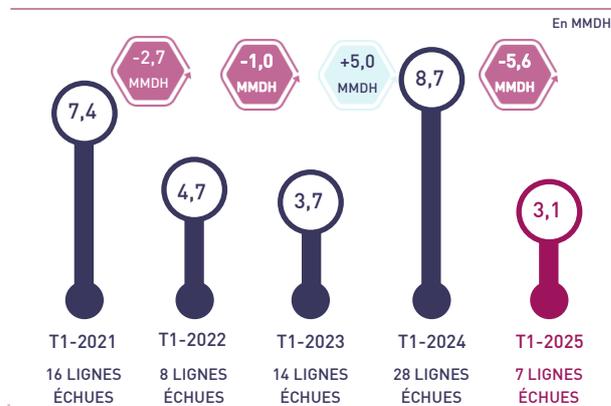
Après avoir atteint un plus bas au cours du T1-24 avec un poids de 3% des levées totales du Trésor, le segment CT a vu sa contribution augmenter à 20% durant le T1-25. Une situation qui reflète un léger retour d'aversion au risque compte tenu de la forte volatilité à l'international suite aux tensions tarifaires imposées par la nouvelle administration Trump. Nous relevons également une poursuite du vif intérêt du Trésor envers les maturités MT relevant leur part de 35% au T1-24 à 48% au T1-25. De son côté, le compartiment LT s'est accaparé plus de 31% des levées totales du Trésor durant le T1-25, contre plus de 60% une année auparavant.

Concomitant à ce vif intérêt envers le segment CMT, le Trésor a réduit de plus de la moitié ses opérations d'échange de BDT au T1-25 à 3,1 MMDH contre 8,7 MMDH au T1-24. Ces opérations qui permettent de lisser les tombées de la dette du Trésor, justifient la situation confortable de sa trésorerie pour faire face à ses engagements à CT.

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.

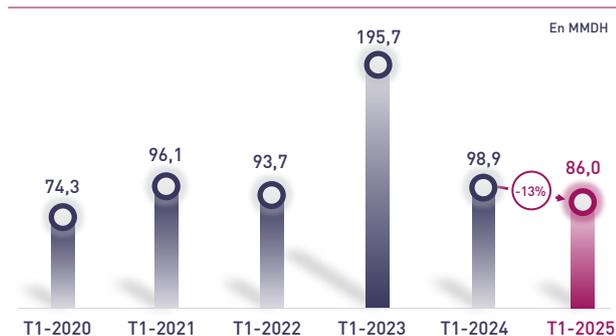
UNE MONTÉE VISIBLE DE L'AVERSION AU RISQUE DES INVESTISSEURS EN BDT

Une légère baisse de la Demande des investisseurs en BDT durant le T1-25 ...

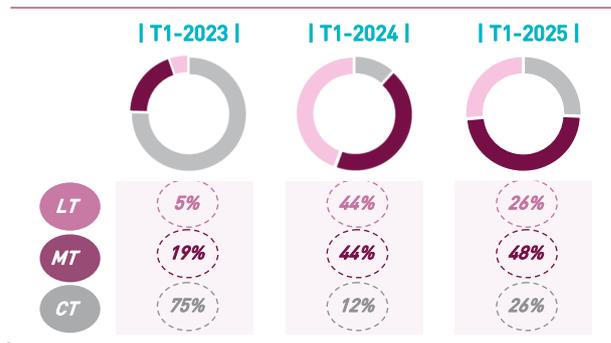
La Demande des investisseurs en BDT s'est repliée de -13% durant le T1-25 à 86,0 MMDH, et ce après avoir atteint un record historique durant le T1-23 à plus de 195,0 MMDH, en lien avec les rachats de BDT de BAM permettant de décongestionner le marché obligataire durant la même période. Pour sa part, la Demande a retrouvé un niveau normatif à partir du T3-23, pour s'établir à 98,9 MMDH au terme du T1-24.

En raison des incertitudes liées aux politiques commerciales, aux tensions géopolitiques et aux récessions potentielles des partenaires économiques, les investisseurs ont opté pour la prudence et ce, en privilégiant les placements à CT. La part de la Demande pour les maturités CT a plus que doublé passant de 12% au T1-24 à 26% à la fin de ce trimestre.

TRÉSOR : ÉVOLUTION DE LA DEMANDE EN BDT



VENTILATION DE LA DEMANDE EN BDT PAR MATURITÉ



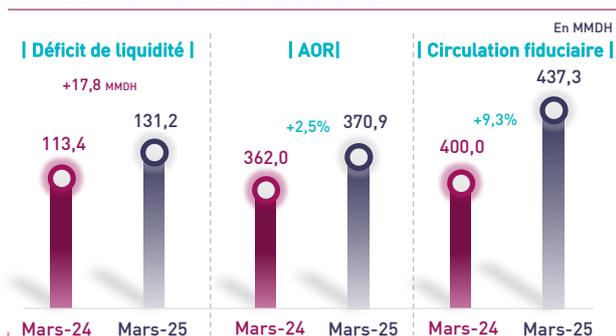
... dans un contexte caractérisé par deux principaux facteurs

La tendance baissière de la Demande des investisseurs en BDT s'opère dans un contexte caractérisé par :

- (1) Le creusement du déficit de liquidité bancaire de 113,4 MMDH au T1-24 à 131,2 MMDH au T1-25, soit l'un des plus hauts historiques. En effet, les banques et les institutionnels s'accaparent une part importante de la Demande en BDT sur le marché des adjudications ;
- (2) Une poursuite de l'orientation vers les nouveaux produits de placement à l'instar des financements innovants considérés plus rémunérateurs. Ces derniers devraient atteindre les 35 MMDH selon la LF-25.

Néanmoins, nous observons la poursuite de l'intérêt prononcé des sociétés de gestion envers les BDT dans un contexte de maîtrise de l'inflation conjuguée à des anticipations de baisse des Taux en 2025E. En effet, l'actif sous gestion de la catégorie obligataire a augmenté de +18,0%, passant de 455 MMDH au T1-24 à 537 MMDH au T1-25.

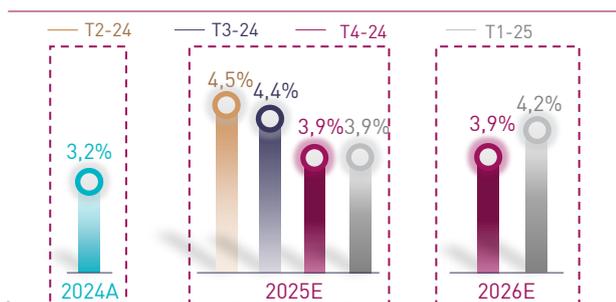
MAROC : AGRÉGATS DE LIQUIDITÉ



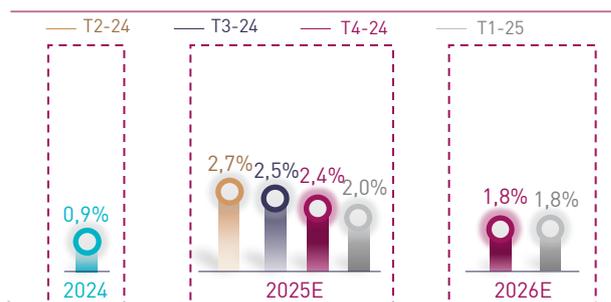
MAROC : FINANCEMENTS INNOVANTS DEPUIS 2019



CROISSANCE : ÉVOLUTION PRÉVISION BAM



INFLATION : ÉVOLUTION PRÉVISION BAM



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

POURSUITE DU MOUVEMENT BAISSIER DE LA COURBE DES TAUX AU T1-25

Un taux de satisfaction de la Demande en BDT maîtrisé autour des 50% ...

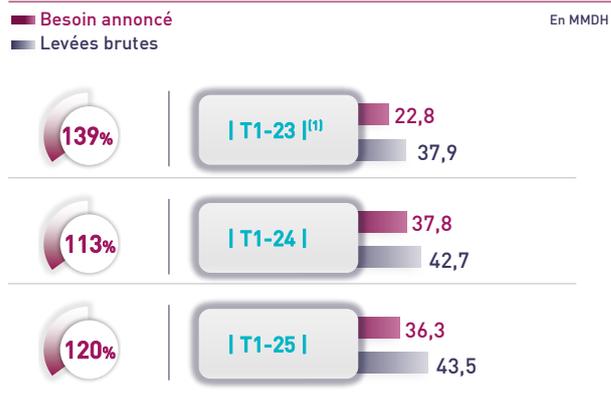
La confrontation Offre/ Demande en BDT s'est traduite par deux orientations majeures :

- ⇒ D'une part, un taux de satisfaction de la Demande des investisseurs en BDT autour des 50% durant le premier trimestre 2025, contre une moyenne de moins de 40% durant la même période entre 2022-2024 ;
- ⇒ D'autre part, l'argentier de l'Etat a dépassé ses prévisions en termes de souscription et affiche un taux de réalisation de ses besoins annoncés durant la même période à 120% au T1-25 contre 113% au T1-24 et des niveaux records de 139% durant le T1-23.

TRÉSOR : TAUX DE SATISFACTION DE LA DEMANDE



TRÉSOR : TAUX DE RÉALISATION DES BESOINS



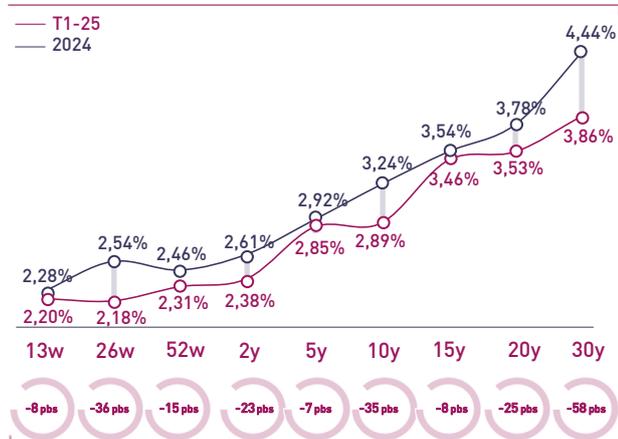
(1) Hors données des mois de février et mars 2023

... permettant un financement sans pression sur le marché domestique

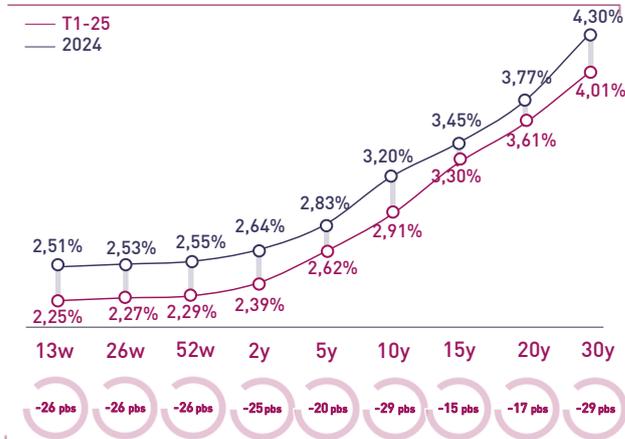
La tendance de l'évolution des Taux au Maroc demeure baissière durant cette première période et ce, en dépit du léger retour de l'aversion au risque des investisseurs au sein des marchés financiers. Le mouvement d'aplatissement de la courbe obligataire enclenché en 2024, s'est ainsi poursuivi en 2025. Cette évolution est principalement attribuée à plusieurs facteurs: (1) la baisse des exigences de rentabilité des investisseurs dans un contexte de reflux des pressions inflationnistes, (2) une bonne maîtrise de l'Offre du Trésor sur le marché intérieur tenant compte de la sortie à l'international et d'une situation confortable des finances publiques et finalement, (3) la réduction de -25 PBS du Taux Directeur de BAM en mars 2025, impactant à la baisse la partie courte de la courbe obligataire. Plus en détails :

- **Courbe primaire** : Le mouvement baissier a concerné l'ensemble des segments primaires. Les baisses les plus importantes ont été enregistrées au niveau des maturités LT qui ont reculé de -32 PBS en moyenne ;
- **Courbe secondaire** : Les maturités courtes ont connu des baisses au T1-25 atteignant -26 PBS. Pour leur part, les rendements des maturités MLT ont connu des baisses oscillant entre -29 PBS et -15 PBS sur la même période.

ÉVOLUTION COURBE DES TAUX PRIMAIRES YTD



ÉVOLUTION COURBE DES TAUX SECONDAIRES YTD



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

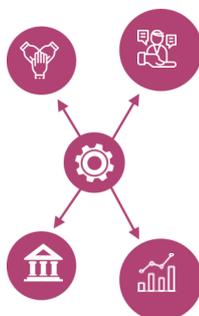


ANNEXE 1 : RÉCAPITULATIF LF 2025

Priorités de la LF 2025

POURSUITE DU RENFORCEMENT DES PILIERS DE L'ÉTAT SOCIAL

- ⇒ 37 MMDH Généralisation de la protection sociale ;
- ⇒ Refonte du système national de santé ;
- ⇒ Refonte du système de l'éducation et de l'enseignement ;
- ⇒ Préservation du pouvoir d'achat des citoyens ;
- ⇒ Promotion de l'offre en logements ;
- ⇒ Reconstruction et Mise à Niveau Générale des Zones sinistrées par le Séisme d'Al Haouz.



CONSOLIDATION DE LA DYNAMIQUE DE L'INVESTISSEMENT ET DE LA CRÉATION D'EMPLOIS

- ⇒ Consolidation des dispositifs de soutien à l'entreprise et encouragement de l'investissement privé ;
- ⇒ Promotion de l'emploi ;
- ⇒ L'investissement public.

POURSUITE DE LA MISE EN ŒUVRE DES RÉFORMES STRUCTURELLES

- ⇒ Réforme de la justice ;
- ⇒ Réforme du secteur des EEP ;
- ⇒ Accélération de la Régionalisation Avancée ;
- ⇒ La réforme de l'Administration ;
- ⇒ Stratégie de la Société Civile ;
- ⇒ Renforcement de la Démocratie Participative.

PRÉSERVATION DE LA SOUTENABILITÉ DES FINANCES PUBLIQUES

- ⇒ Projet de réforme de la Loi Organique relative à la loi de Finances ;
- ⇒ Poursuite de la mise en œuvre de la loi-cadre n°69-19 portant réforme fiscale ;
- ⇒ Redressement de l'équilibre budgétaire innovant ;
- ⇒ Redressement des équilibres extérieurs.

Tableau d'équilibre au titre de la LF 2025 comparativement à la LF 2024

En MMDH sauf indication contraire

Objectifs	Rubrique	LF 2024	LF 2025	Variation	Mécanismes
Mobilisation des recettes	Recettes ordinaires	339,5	395,1	↗ +16%	<ul style="list-style-type: none"> ⇒ Recouvrement des recettes fiscales ; ⇒ Rentabilisation du portefeuille et amélioration des recettes domaniales. Il s'agit des : <ul style="list-style-type: none"> • Revenus issus des locations (agricoles, urbaines et suburbaines) et des ventes ; • Produits générés par les ventes immobilières et les versements des services de l'État pour des besoins en équipements publics.
	Recettes fiscales	270,8	320,1	↗ +18%	
	Impôts directs	116,9	139,3	↗ +19%	
	Impôts indirects	118,9	137,8	↗ +16%	
	Recettes non fiscales	65,3	71,6	↗ +10%	
Maîtrise des dépenses	Dépenses globales	401,5	453,3	↗ +13%	<ul style="list-style-type: none"> ⇒ Maîtrise des dépenses de personnel en se limitant aux besoins nécessaires et à travers l'utilisation optimale des ressources disponibles ; ⇒ Rationalisation des dépenses de fonctionnement : <ul style="list-style-type: none"> • Rationalisation de l'utilisation de l'eau et de l'électricité et orientation vers les énergies renouvelables ; • Non accumulation des arriérés de paiement ; • Réduction des déplacements.... ⇒ Amélioration de l'efficacité des investissements publics : <ul style="list-style-type: none"> • Priorisation et accélération des projets objets des Hautes Instructions Royales, • Régularisation préalable de la situation juridique du foncier avant la programmation de nouveaux projets ; • Réduction des dépenses d'acquisition des véhicules, de construction et d'aménagement des locaux administratifs.
	Dépenses ordinaires	307,0	353,9	↗ +15%	
	Dépenses de fonctionnement	269,8	311,3	↗ +15%	
	Dépenses de B&S	252,8	294,2	↗ +16%	
	Compensation	17,0	17,1	↗ +1%	
	Intérêt de la dette publique	37,2	42,6	↗ +14%	
Investissement	100,4	105,4	↗ +5%		
Redressement de l'équilibre budgétaire	Déficit budgétaire	-62,0	-58,2	↘ -4 MMDH	<ul style="list-style-type: none"> ⇒ Réduction progressive du déficit budgétaire pour atteindre 3% en 2026, tout en maintenant le niveau d'endettement en dessous de 69% à horizon 2026.
	En % du PIB	4,0%	3,5%	↘ -50 PBS	
	Dette du Trésor	1.080,6	1.134,8	↗ +5%	
	En % du PIB	70,0%	69,0%	↘ -100 PBS	



ANNEXE 2 : TABLEAU DE BORD ÉCONOMIQUE

Variation en % sauf indication contraire

International	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Croissance mondiale	3,4%	3,3%	3,8%	3,6%	2,9%	-2,7%	6,6%	3,6%	3,3%	3,2%
Croissance zone euro	2,1%	1,8%	2,6%	1,8%	1,6%	-6,1%	6,2%	3,3%	0,4%	0,8%
Déficit du compte courant (en % du PIB)	2,1%	3,8%	3,2%	4,9%	3,4%	1,2%	2,3%	3,6%	0,6%	1,5%
Avoirs officiels de réserves (En mois d'importations de B&S)	6,0	6,3	5,6	5,4	6,9	7,1	5,3	5,4	5,4	5,3
Croissance économique	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Croissance nationale	4,3%	0,5%	5,1%	3,1%	2,9%	-7,2%	8,2%	1,5%	3,4%	3,0%
Valeur ajoutée agricole	14,3%	-19,7%	21,5%	5,6%	-5,0%	-8,1%	19,5%	-11,3%	1,4%	-5,0%
Valeur ajoutée non agricole	2,9%	2,7%	3,0%	2,5%	3,4%	-6,3%	6,4%	3,4%	3,5%	3,8%
Taux d'investissement brut	32,4%	32,6%	33,4%	31,9%	30,4%	28,6%	30,7%	30,3%	28,8%	29,6%
Épargne nationale brute	28,2%	29,1%	27,8%	27,3%	27,2%	27,6%	28,3%	26,7%	28,2%	28,1%
Demande	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Consommation des ménages	2,3%	1,9%	3,7%	2,4%	2,2%	-5,6%	6,9%	0,0%	3,7%	3,2%
Consommation des AP	1,9%	2,5%	2,4%	3,7%	4,8%	-0,6%	7,2%	3,0%	4,1%	3,9%
Investissement	5,6%	8,1%	3,0%	5,3%	-0,2%	-11,9%	13,8%	-6,0%	1,5%	9,1%
Importations B&S	1,3%	14,8%	4,6%	4,8%	2,1%	-11,9%	10,4%	9,5%	7,4%	11,1%
Exportations B&S	4,3%	6,8%	10,8%	3,8%	5,1%	-15,0%	7,9%	20,5%	8,8%	7,9%
Endettement (en % du PIB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Dettes totale du Trésor	58,4%	60,1%	60,3%	60,5%	60,3%	72,2%	69,4%	71,5%	69,5%	68,6%
Dettes intérieure du Trésor	44,5%	47,0%	47,0%	48,1%	47,3%	54,9%	53,1%	54,4%	52,1%	51,2%
Dettes extérieure du Trésor	14,1%	13,0%	13,3%	12,4%	13,0%	17,3%	16,0%	17,2%	17,3%	17,4%
Duration de dette (En années)	6,8	7,0	6,9	6,4	6,9	7,4	7,2	6,7	7,3	
Finances publiques (en % du PIB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Recettes ordinaires			20,1%	19,5%	20,4%	19,9%	20,1%	22,7%	22,2%	22,0%
Recettes fiscales			17,5%	17,5%	17,2%	17,2%	16,8%	18,7%	18,0%	17,5%
Dépenses ordinaires			18,0%	17,8%	18,1%	20,1%	19,8%	21,7%	20,0%	19,9%
Dépenses d'investissement			5,8%	5,5%	5,8%	7,5%	6,1%	7,0%	7,6%	6,5%
Déficit budgétaire	-3,8%	-4,0%	-3,2%	-3,5%	-3,3%	-7,1%	-5,5%	-5,4%	4,3%	3,5%

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE

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

DIRECTEUR ÉCONOMIE

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

DIRECTEUR ACTIVITÉS DE MARCHÉ

Lamyae Oudghiri
+212 5 29 03 68 18
Loudghiri@attijari.ma
Casablanca

SENIOR MANAGER

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

SENIOR ASSOCIATE

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

SENIOR ASSOCIATE

Meryeme Hadi
+212 5 29 03 68 19
m.hadi@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

Walid Kabbaj
+212 5 22 49 14 82
w.kabbaj@attijari.ma
Casablanca

INVESTOR RELATIONS ANALYST

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

FINANCIAL ANALYST

Anass Drif
+212 5 22 49 14 82
a.drif@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ANALYST

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

FINANCIAL ANALYST

Ulderic Djadjo
+237 681 77 89 40
u.djadjo@attijarisecurities.com
Douala

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 29 03 68 21 s.mohcine@attijari.ma	Mehdi Benckhroun +212 5 29 03 68 14 m.benckhroun@attijari.ma
---	---	---	---	--	--

AIS- MAROC

Tarik Loudiyi
+212 5 22 28 28 28
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

Ernest Pouhe
+237 651 23 51 15
e.pouhe@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

Mohamed Hassoun Filali +212 5 22 42 87 24 m.hassounfilali@attijariwafa.com	Amine Elhajji +212 5 22 42 87 09 a.elhajji@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
--	---	--	---

EUROPE

Youssef Hansali
+33 1 81 69 79 45
y.hansali@attijariwafa.net

ÉGYPTE

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

TUNISIE

Mehdi Belhabib
+216 71 80 29 22
mehdi.belhabib@attijaribank.com.tn

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Sherif Reda
+971 50 560 8865
sreda@attijari-me.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim
+225 20 20 01 55
abid.halim@sib.ci

CEMAC - GABON

Atef Gabsi (Gabon)
+241 60 18 60 02
atef.gabsi@ugb-banque.com
Elvira Nomo (Cameroun)
+237 67 27 34 367
e.nomo@attijarisecurities.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'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.

