

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



T1

T2

T3

T4

| MAROC | TRIMESTRIEL  
Marché des Taux 2025

## DÉTENTE DES TAUX SOUVERAINS SUR FOND D'INFLATION MAÎTRISÉE

- 04 | Une trésorerie confortable du Trésor face à une inflation maîtrisée
- 05 | Un niveau soutenu de l'Offre du Trésor en BDT orienté vers le MT
- 06 | Un réajustement de l'aversion au risque des investisseurs
- 07 | Une évolution globalement baissière des Taux au terme du T3-25



Attijari  
Global Research

Rapport destiné aux institutionnels

### EXECUTIVE SUMMARY

Durant le 3<sup>ème</sup> trimestre de l'année 2025, le marché obligataire marocain a poursuivi sa détente dans un environnement marqué par une maîtrise visible de l'inflation et du déficit budgétaire. La moyenne de l'inflation sur les neuf premiers mois s'établit autour de 1,0%, incitant BAM à maintenir inchangées ses prévisions d'inflation pour 2025E.

Parallèlement, l'exécution budgétaire affiche un solde ordinaire positif de 29 MMDH, tout en actant un déficit budgétaire qui se creuse à 52,8 MMDH à fin septembre, contre 35,6 MMDH un an auparavant. À l'origine, une progression des dépenses plus rapide que celle des recettes, malgré une dynamique fiscale robuste et un allègement de la charge de compensation. En effet, près de 93% du besoin de financement annuel prévu par la LF 2025 est déjà couvert à fin septembre, soit 71,7 MMDH sur un total de 77,1 MMDH. Le schéma de financement repose en large partie sur les tirages extérieurs (*Cf. Budget Focus - Septembre 2025*). Cette configuration se traduit par une situation confortable du Trésor et des excédents de liquidité élevés sur le marché monétaire, à travers un encours moyen quotidien des placements de 15 MMDH.

Sur le marché primaire, l'Offre en BDT demeure soutenue, tout en affichant un léger recul. En effet, la stratégie d'émission confirme un repositionnement marqué vers les maturités moyennes au détriment du long terme. Cette orientation permet d'allonger progressivement la durée du portefeuille, de lisser le profil de remboursement après les tombées record de 2023 et aussi de limiter le recours aux opérations d'échange. Du côté des investisseurs, la Demande en BDT recule de -26% mais demeure toujours à des plus hauts, dans un contexte de montée de l'aversion au risque et d'orientation vers les maturités moyennes.

La confrontation d'une Offre légèrement moins dynamique à une Demande toujours abondante, sur fond d'inflation maîtrisée et d'anticipations de baisse future des Taux (*Cf. Taux Directeur - Septembre 2025*), s'est traduite par une poursuite de la détente des rendements, aussi bien sur la courbe primaire que secondaire, permettant au Trésor de se financer sans pression significative sur l'ensemble des segments.

**Lamyae Oudghiri**  
Directeur Activités de  
Marchés  
+212 529 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma

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

### SOMMAIRE

#### UNE TRÉSORERIE CONFORTABLE DU TRÉSOR FACE À UNE INFLATION MAÎTRISÉE

Un creusement visible du déficit budgétaire dans un contexte de maîtrise de l'inflation ...  
... et des excédents de trésorerie toujours élevés sur le marché monétaire

#### UN NIVEAU SOUTENU DE L'OFFRE DU TRÉSOR EN BDT ORIENTÉ VERS LE MT

Léger recul des emprunts du Trésor sur le marché primaire des BDT ...  
... conjugué à un net intérêt du Trésor envers le segment MT

#### UN RÉAJUSTEMENT DE L'AVERSION AU RISQUE DES INVESTISSEURS

Une Demande en baisse mais toujours à des niveaux élevés sur le marché primaire des BDT ...  
... dans un contexte caractérisé par deux grandes tendances

#### UNE ÉVOLUTION GLOBALEMENT BAISSIÈRE DES TAUX AU TERME DU T3-25

La confrontation « Offre / Demande » en BDT alimente la baisse des exigences de rentabilité ...  
... permettant un financement sans pression sur l'ensemble des segments

#### ANNEXE 1 : RÉCAPITULATIF LF 2025

#### ANNEXE 2 : TABLEAU DE BORD ÉCONOMIQUE

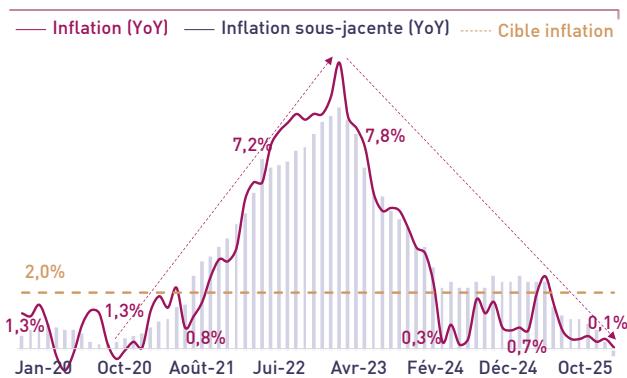
## UNE TRÉSORERIE CONFORTABLE DU TRÉSOR FACE À UNE INFLATION MAÎTRISÉE

### *Un creusement visible du déficit budgétaire dans un contexte de maîtrise de l'inflation ...*

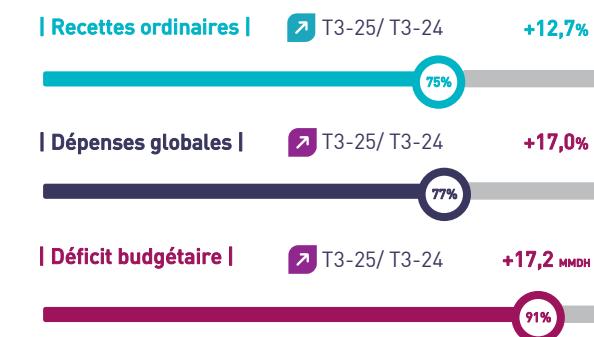
Le marché obligataire marocain a évolué dans un environnement macroéconomique résilient marqué par un rebond de la croissance économique et une nette maîtrise de l'inflation. À l'origine, les actions mises en place par l'État en faveur du soutien du pouvoir d'achat des ménages, le début du ciblage des subventions des produits de base et la maîtrise de l'inflation importée en lien avec la baisse des prix des matières premières à l'international. En effet, la moyenne des neufs premiers mois de l'année 2025 s'est limitée à 1,0%, soit quasiment au même niveau sur la même période en 2024.

Sur le volet des finances publiques, le Trésor affiche un solde ordinaire positif à 29,0 MMDH au T3-25 et des taux de réalisation des recettes et dépenses du Trésor conformes aux prévisions de la LF-25. L'exécution budgétaire affiche toutefois un creusement visible du déficit à fin septembre 2025 à 52,8 MMDH, contre 35,6 MMDH un an auparavant, reflétant une progression des dépenses supérieure à celle des recettes. Plus en détails, la dynamique fiscale demeure robuste grâce à la performance de l'IS (+30,9%) et de l'IR (+16,8%). Aussi, nous avons assisté à un allégement de la charge de compensation de -5,1 MMDH en une année grâce notamment au reflux des dépenses liées au butane, au sucre et à la farine *[Cf. Budget Focus - Septembre 2025]*.

### MAROC : ÉVOLUTION DE L'INFLATION 2020-2025



### LF-25 : TAUX DE RÉALISATION AU T3-25



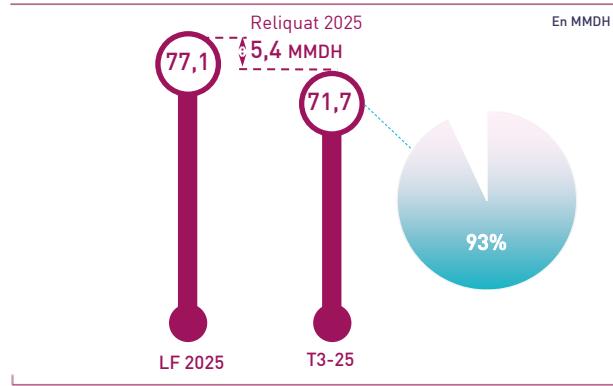
### *... et des excédents de trésorerie toujours élevés sur le marché monétaire*

Cette situation confortable des finances publiques s'est reflétée sur le niveau des placements élevé du Trésor sur le marché monétaire. À l'origine, le maintien d'un matelas de financement confortable en raison d'une Demande en BDT toujours importante compte tenu de la hausse de l'appétit au risque des investisseurs, ainsi que les effets toujours visibles de la dernière sortie à l'international en mars dernier de 2,0 MM€.

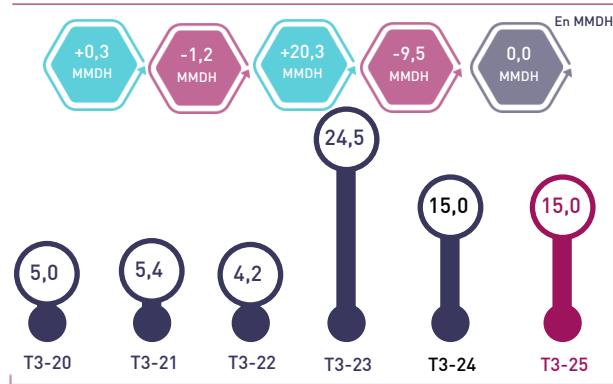
L'encours global quotidien moyen (y compris les placements à blanc et avec prise en pension) ressort à 15,0 MMDH au T3-25, en stagnation par rapport au T3-24, mais toutefois plus élevé de plus de 10 MMDH par rapport à la moyenne des mêmes périodes entre 2020-2022.

Dans ces conditions et au terme du T3-25, le Trésor réalise plus de 90% de son besoin annuel. Ce dernier s'est établi à 71,7 MMDH à fin septembre 2025 contre un besoin de financement global de 77,1 MMDH en 2025E. Selon la LF-25, les tirages extérieurs devraient financer environ 90% du besoin de financement annuel du Trésor, soit 60 MMDH en 2025E *[Cf. Budget Focus - Septembre 2025]*.

### BESOIN DE FINANCEMENT: T3-25 VS. LF-25



### TRÉSOR : EN COURS DES PLACEMENTS MONÉTAIRES



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

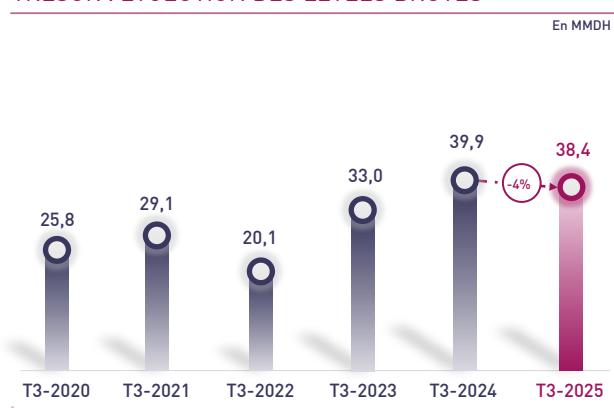
## UN NIVEAU SOUTENU DE L'OFFRE DU TRÉSOR EN BDT ORIENTÉ VERS LE MT

### *Léger recul des emprunts du Trésor sur le marché primaire des BDT...*

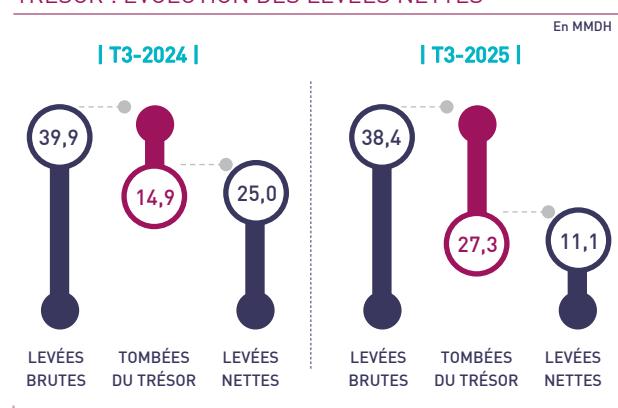
Les souscriptions brutes du Trésor sur le marché des adjudications ont légèrement baissé de -3,9% à 38,4 MMDH au T3-25 par rapport à la même période de l'année précédente. Ce niveau est toutefois plus élevé de +42,2% par rapport à la moyenne trimestrielle observée durant la période 2020-2023 de 27,0 MMDH. En effet, l'argentier de l'Etat bénéficie toujours d'une Demande importante en BDT durant la même période sur le marché des adjudications, lui permettant de diversifier ses sources de financement entre endettement intérieur et extérieur. À cet effet, l'emprunt local a ainsi satisfait près de 52% du besoin global contre près de 11% estimé par la LF-2025.

Cette évolution baissière est plus importante au niveau des levées nettes du Trésor. Celles-ci sont passées de 25,0 MMDH au T3-24 à 11,1 MMDH au T3-25, et ce tenant compte des tombées en capital et en intérêt nettement plus importantes sur ce 3<sup>ème</sup> trimestre. Ces dernières sont passées de 14,9 MMDH à 27,3 MMDH durant la période étudiée.

### TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES BRUTES<sup>[1]</sup>



### TRÉSOR : ÉVOLUTION DES LEVÉES NETTES<sup>[2]</sup>

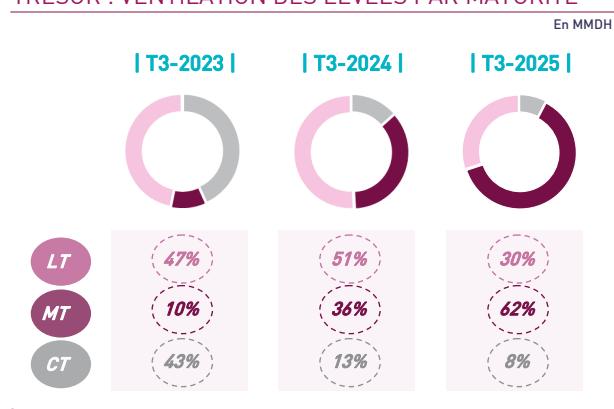


### *... conjugué à un net intérêt du Trésor envers le segment MT*

Après avoir atteint son pic avec un poids de plus de 70% des levées totales du Trésor en 2022, le poids du segment CT n'a cessé de reculer pour voir sa contribution baisser à seulement 8% durant le T3-25 contre 13% une année auparavant. L'intérêt du Trésor envers les maturités LT s'est également résorbé à 30% au T3-25 contre plus de 50% au T3-24, reflétant un intérêt plus prononcé vers les maturités moyennes suite au mouvement d'aplatissement de la courbe des Taux.

À cet effet, nous relevons une conversion de cette part vers le compartiment MT dont le poids a quasiment doublé à 62% au cours de ce trimestre contre seulement 36% une année auparavant. La poursuite de cette orientation vers le MLT reflète l'amélioration de la visibilité des investisseurs envers la croissance économique malgré une intensification des tensions géopolitiques à l'international et permet d'augmenter la durée moyenne du portefeuille obligataire du Trésor et de maintenir des niveaux normatifs en matière de tombées en BDT après le record enregistré en 2023. Notons que le Trésor a réduit de -3,0 MMDH ses opérations d'échange de BDT durant le T3-25, à près de 4,6 MMDH.

### TRÉSOR : VENTILATION DES LEVÉES PAR MATURETÉ



### 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.

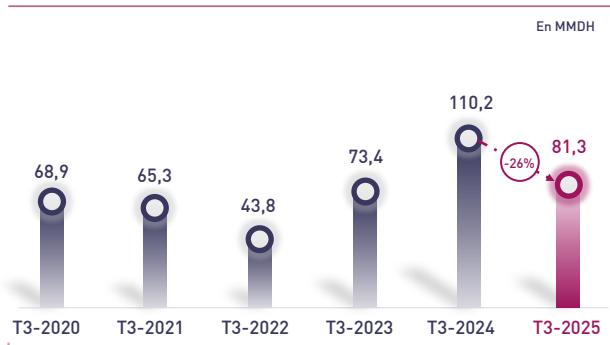
## UN RÉAJUSTEMENT DE L'AVERSION AU RISQUE DES INVESTISSEURS

### *Une Demande en baisse mais toujours à des niveaux élevés sur le marché primaire des BDT ...*

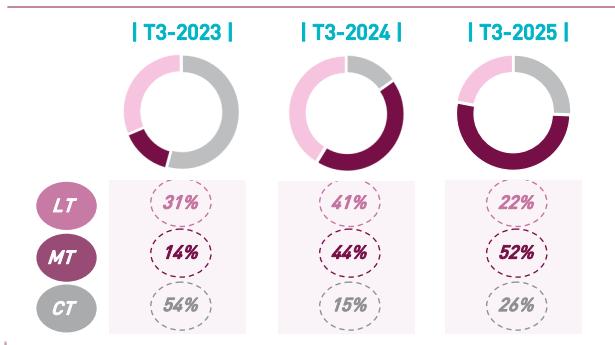
La Demande des investisseurs en BDT a affiché une baisse durant le T3-25 de près de -26% à 81,3 MMDH, contre plus de 110 MMDH une année auparavant. Celle-ci demeure toutefois à un plus haut des mêmes périodes entre 2020 et 2023.

Malgré la relative atténuation des incertitudes commerciales à l'international, la confiance des investisseurs est restée fragile en raison des préoccupations croissantes liées aux tensions géopolitiques et aux récessions potentielles des partenaires économiques. À cet effet, la part de la Demande pour les maturités LT est passée de 41% au T3-24 à 22% à la fin de ce trimestre en faveur des maturités CMT. Après avoir représenté près de 60% au T3-24, le poids du compartiment CMT n'a cessé d'augmenter pour représenter plus de 75% au T3-25.

### ÉVOLUTION DE LA DEMANDE EN BDT 2020-2025



### VENTILATION DE LA DEMANDE EN BDT PAR MATURETÉ



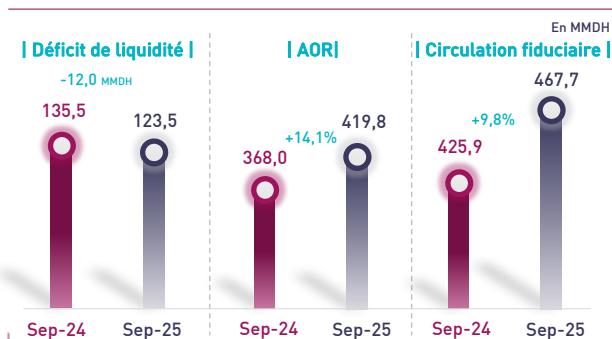
### *... dans un contexte caractérisé par deux grandes tendances*

Cette évolution de la Demande des investisseurs en BDT s'opère dans un contexte caractérisé par :

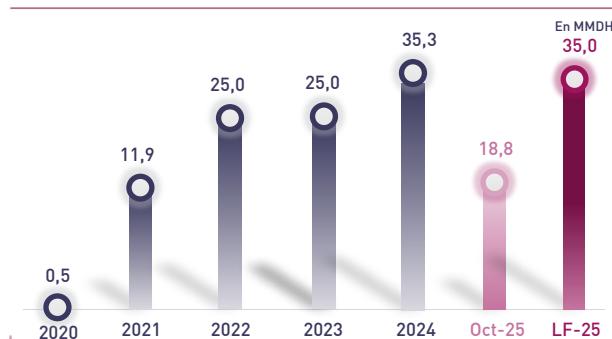
- (1) L'allègement du déficit de liquidité bancaire à moins de 125,0 MMDH à fin septembre 2025 contre 135,5 MMDH au T3-24. Rappelons que celui-ci a plus que doublé depuis début 2023. Notons que les banques et les institutionnels s'accaparent une part importante de la Demande en BDT sur le marché des adjudications ;
- (2) Un intérêt toujours visible vers de nouveaux produits de placement à l'instar des financements innovants considérés plus rémunérateurs, dans un contexte baissier des Taux. Ces derniers ont atteint 18,8 MMDH à fin octobre 2025 contre 35 MMDH prévus par la LF-25, soit un taux de réalisation de 54%.

Toutefois, 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 +18,1%, passant de 502 MMDH au T3-24 à 593 MMDH au T3-25.

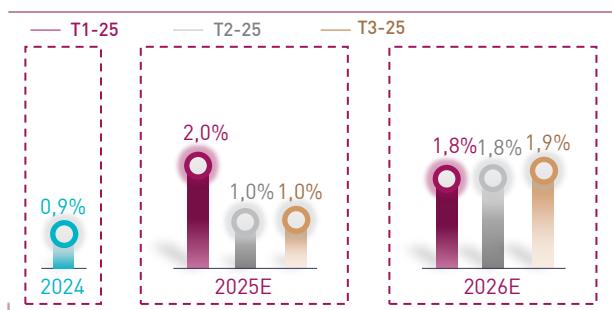
### MAROC : AGRÉGATS DE LIQUIDITÉ



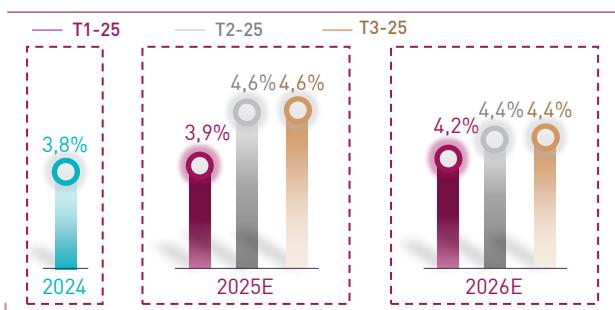
### MAROC : FINANCEMENTS INNOVANTS DEPUIS 2020



### INFLATION : ÉVOLUTION PRÉVISION BAM



### CROISSANCE : ÉVOLUTION PRÉVISION BAM



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

## UNE ÉVOLUTION GLOBALEMENT BAISSIÈRE DES TAUX AU TERME DU T3-25

### *La confrontation « Offre / Demande » en BDT alimente la baisse des exigences de rentabilité ...*

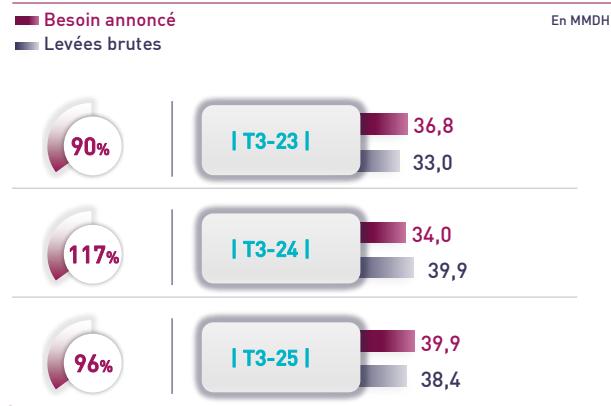
Durant le T3-25, les Taux obligataires ont poursuivi leur tendance baissière compte tenu de l'intérêt toujours visible des investisseurs envers les BDT, confronté à une dynamique d'émission du Trésor moins active durant la même période. Plus en détails :

- ⇒ Un taux de satisfaction de la Demande des investisseurs en BDT à 47% durant le 3<sup>ème</sup> trimestre 2025, contre seulement 36% durant la même période en 2024, reflétant la volonté du Trésor de profiter de la liquidité du marché ;
- ⇒ L'argentier de l'État s'est quasiment aligné avec ses prévisions en termes de souscription et affiche un taux de réalisation de ses besoins annoncés durant la même période à 96% au T3-25 contre un dépassement de 17% au T3-24 et moins de 90% durant le T3-23.

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



#### TRÉSOR : TAUX DE RÉALISATION DES BESOINS

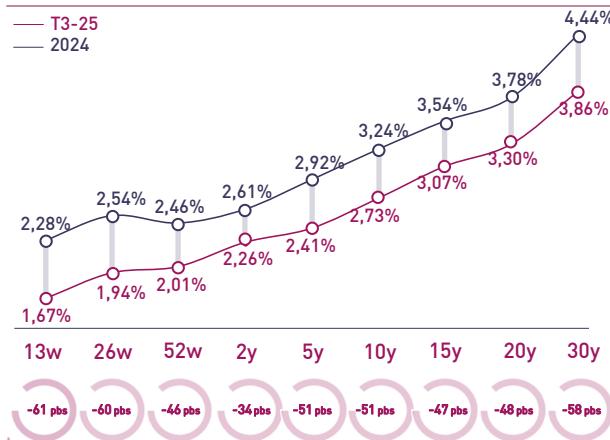


*... permettant un financement sans pression sur l'ensemble des segments*

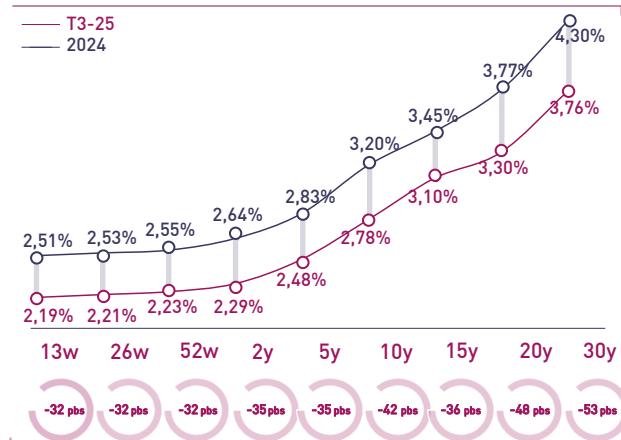
La tendance générale de l'évolution des Taux au Maroc demeure baissière durant les trois premiers trimestres de l'année 2025. Cette évolution est principalement attribuée à la baisse des exigences de rentabilité des investisseurs dans un contexte de maîtrise du niveau de l'inflation. Rappelons que l'inflation moyenne des neuf premiers mois de l'année 2025 ressort à 0,9%, contre 1,1% sur la même période de l'année précédente. Plus en détails :

- **Courbe primaire** : Le mouvement baissier a concerné l'ensemble de la courbe primaire. Les baisses les plus importantes ont été enregistrées au niveau des maturités CT qui ont reculé de -56,0 PBS en moyenne. Les Taux primaires ont ainsi atteint des plus bas depuis août 2022 ;
- **Courbe secondaire** : Les maturités courtes ont connu des baisses de -32 PBS au T3-25. Concernant les maturités moyennes et longues, leurs rendements ont connu des baisses plus importantes sur la même période oscillant entre -35 PBS pour le compartiment MT et -53 PBS pour le compartiment LT.

#### ÉVOLUTION COURBE DES TAUX PRIMAIRES YTD



#### ÉVOLUTION COURBE DES TAUX SECONDAIRES YTD



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

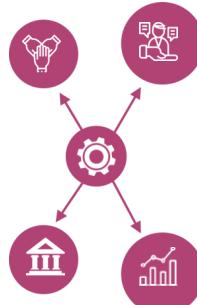


# ANNEXE 1 : RÉCAPITULATIF LF 2025

## Priorités de la LF 2025

### POURSUITE DU RENFORCEMENT DES PILIERS DE L'ETAT 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%	⇒ Recouvrement des recettes fiscales ; ⇒ Rentabilisation du portefeuille et amélioration des recettes domaniales. Il s'agit des :
	Recettes fiscales	270,8	320,1	↗ +18%	• Revenus issus des locations (agricoles, urbaines et suburbaines) et des ventes ;
	Impôts directs	116,9	139,3	↗ +19%	• Produits générés par les ventes immobilières et les versements des services de l'État pour des besoins en équipements publics.
	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%	⇒ Maîtrise des dépenses de personnel en se limitant aux besoins nécessaires et à travers l'utilisation optimale des ressources disponibles ;
	Dépenses ordinaires	307,0	353,9	↗ +15%	⇒ Rationalisation des dépenses de fonctionnement :
	Dépenses de fonctionnement	269,8	311,3	↗ +15%	• 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....
	Dépenses de B&S	252,8	294,2	↗ +16%	⇒ Amélioration de l'efficacité des investissements publics :
	Compensation	17,0	17,1	↗ +1%	• 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.
	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	
	En % du PIB	4,0%	3,5%	↘ -50 PBS	⇒ Réduction progressive du déficit budgétaire pour atteindre 3% en 2026, tout en maintenant le niveau d'endettement en dessous de 69% à horizon 2026.
	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%	1,8%	3,7%	3,8%
Valeur ajoutée agricole	14,3%	-19,7%	21,5%	5,6%	-5,0%	-8,1%	19,5%	-11,3%	1,5%	-4,8%
Valeur ajoutée non agricole	2,9%	2,7%	3,0%	2,5%	3,4%	-6,3%	6,4%	3,5%	3,9%	4,8%
Taux d'investissement brut	32,4%	32,6%	33,4%	31,9%	30,4%	28,6%	30,7%	30,5%	29,0%	30,1%
Epargne nationale brute	28,2%	29,1%	27,8%	27,3%	27,2%	27,6%	28,3%	26,9%	28,0%	28,9%
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%	0,1%	4,7%	3,2%
Consommation des AP	1,9%	2,5%	2,4%	3,7%	4,8%	-0,6%	7,2%	2,6%	6,1%	5,6%
Investissement	5,6%	8,1%	3,0%	5,3%	-0,2%	-11,9%	13,8%	-4,0%	2,3%	12,8%
Importations B&S	1,3%	14,8%	4,6%	4,8%	2,1%	-11,9%	10,4%	8,8%	9,5%	11,6%
Exportations B&S	4,3%	6,8%	10,8%	3,8%	5,1%	-15,0%	7,9%	20,7%	7,9%	8,0%
Endettement (en % du PIB)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Dette totale du Trésor	58,4%	60,1%	60,3%	60,5%	60,3%	72,2%	69,4%	71,4%	68,7%	67,7%
Dette intérieure du Trésor	44,5%	47,0%	47,0%	48,1%	47,3%	54,9%	53,1%	54,2%	51,6%	50,8%
Dette extérieure du Trésor	14,1%	13,0%	13,3%	12,4%	13,0%	17,3%	16,0%	17,2%	17,1%	16,9%
Duration de dette (En années)	6,8	7,0	6,9	6,4	6,9	7,4	7,2	6,7	7,3	8,2
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%
Recettes fiscales				17,5%	17,5%	17,2%	17,2%	16,8%	18,7%	18,0%
Dépenses ordinaires				18,0%	17,8%	18,1%	20,1%	19,8%	21,7%	20,0%
Dépenses d'investissement				5,8%	5,5%	5,8%	7,5%	6,1%	7,0%	7,6%
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

<b>DIRECTEUR STRATÉGIE</b> Taha Jaidi +212 5 29 03 68 23 t.jaidi@attijari.ma Casablanca	<b>DIRECTEUR ÉCONOMIE</b> Abdelaziz Lahlou +212 5 29 03 68 37 ab.lahlou@attijari.ma Casablanca	<b>DIRECTEUR ACTIVITÉS DE MARCHÉ</b> Lamyae Oudghiri +212 5 29 03 68 18 l.oudghiri@attijari.ma Casablanca	<b>SENIOR MANAGER</b> Maria Iraqi +212 5 29 03 68 01 m.iraqui@attijari.ma Casablanca
<b>SENIOR ASSOCIATE</b> Mahat Zerhouni +212 5 29 03 68 16 m.zerhouni@attijari.ma Casablanca	<b>SENIOR ASSOCIATE</b> Meryeme Hadi +212 5 29 03 68 19 m.hadi@attijari.ma Casablanca	<b>SENIOR ASSOCIATE</b> Walid Kabbaj +212 5 22 49 14 82 w.kabbaj@attijari.ma Casablanca	<b>ANALYST UEMOA</b> Oussama Boutabaa +212 5 22 49 14 82 o.boutabaa@attijari.ma Casablanca
<b>SENIOR ANALYST</b> Inès Khouaja +216 31 34 13 10 khouaja.ines@attijaribourse.com.tn Tunis	<b>FINANCIAL ANALYST</b> 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.aloui@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	Mehdi Benchekroun +212 5 29 03 68 14 m.benchekroun@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@sisb.ci
----------------------------------------------------------------

### BROKERAGE - TUNISIE

Hichem Ben Romdhane +225 29 318 965 h.benromdane@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 Elhajli +212 5 22 42 87 09 a.elhajli@attijariwafa.com	Loubaba Alaoui Mdaghri +212 6 47 47 48 34 l.alauim@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	Mehdi Belhabib +216 71 80 29 22 mehdi.belhabib@attijaribank.com.tn	Sherif Reda +971 50 560 8865 sreda@attijari-me.com	Abid Halim +225 20 20 01 55 abid.halim@sisb.ci
--------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------	------------------------------------------------------

### EUROPE

Youssef Hansali +33 1 81 69 79 45 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 aucun cas 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, repérer 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