

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

T1

T2 | **MAROC** | TRIMESTRIEL  
Politique monétaire

T3

T4

## DES **SIGNAUX** QUI PLAIDENT POUR UN MAINTIEN DU TAUX DIRECTEUR SUR LE COURT TERME

- 02 | L'inflation au Maroc repasse pour la 1<sup>ère</sup> fois sous la barre des 3,0%
- 03 | Le pivot monétaire à l'international reporté en raison d'un manque de visibilité
- 04 | Révision à la baisse des prévisions de croissance et d'inflation en 2024E
- 05 | BAM : Des signaux favorables au maintien du TD..., au moins pour deux trimestres



Attijari  
Global Research



### | TAUX DIRECTEUR |



Inchangé

T1-24	3,0%
T4-23	3,0%

### | RÉSERVE OBLIGATOIRE |



Inchangée

T1-24	0%
T4-23	0%

### | CROISSANCE 2024E |



-110 PBS

Nouvelle	+2,1%
Précédente	+3,2%

### | INFLATION 2024E |



-20 PBS

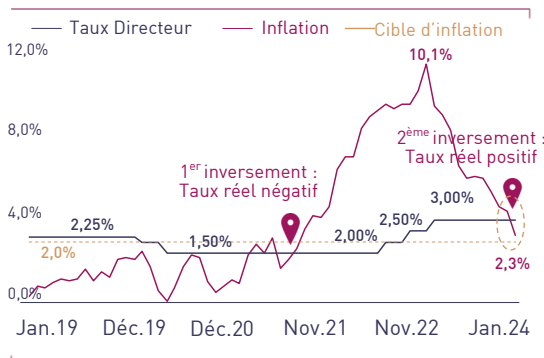
Nouvelle	2,2%
Précédente	2,4%

## L'INFLATION AU MAROC REPASSE POUR LA 1<sup>ÈRE</sup> FOIS SOUS LA BARRE DES 3,0%

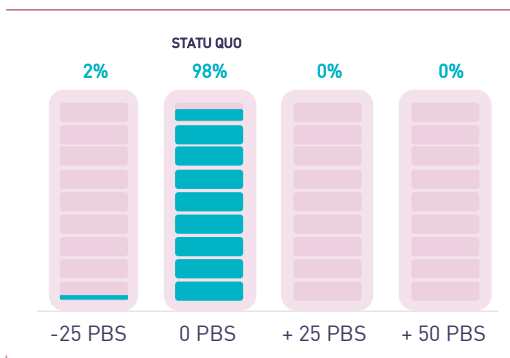
Pour la 4<sup>ème</sup> fois consécutive, Bank Al-Maghrib décide de maintenir stable son Taux Directeur à 3% lors de son 1<sup>er</sup> comité de politique monétaire en 2024. L'institution avait abandonné sa politique monétaire restrictive et ce, après trois hausses cumulées de +150 PBS de son Taux Directeur depuis septembre 2022. Cette décision a été largement anticipée par les investisseurs [Cf. [Sondage Taux Directeur Mars-24](#)], et semble en cohérence avec l'orientation des politiques monétaires à l'international, à l'instar de la FED<sup>(1)</sup> et de la BCE<sup>(2)</sup>.

Le niveau de l'inflation au Maroc poursuit sa décélération depuis son pic de 10,1% observé en février 2023, soit un record de 40 ans. L'inflation franchit à la baisse la barre des 3% ainsi que le niveau du Taux Directeur et ce, pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis le démarrage du cycle inflationniste en octobre 2021.

### DÉCISIONS DE TD VS. INFLATION



### ANTICIPATIONS SUR LE TD - T1 2024



Sur la base de notre propre analyse, la Banque Centrale devrait rester attentiste avant d'entamer un éventuel pivot monétaire au Maroc en 2024E. Un avis alimenté par deux principales raisons :

- La confirmation de la désinflation au Maroc.** Les températures clémentes observées au T1-24, les mesures de soutien du pouvoir d'achat et les restrictions à l'export de certaines denrées alimentaires devraient alléger les pressions sur les prix à la consommation au Maroc. Une tendance confortée aussi par la détente des prix énergétiques observée à l'échelle internationale.
- Le report du pivot monétaire à l'international.** Nous écartons le scénario d'une baisse du TD de BAM avant celui de la FED et de la BCE. En effet, la FED vient de reporter sa décision de baisse de son TD en mars 2024 en raison de l'évolution mitigée de l'inflation et de la persistance des tensions géopolitiques. L'institution ne devrait entamer un nouveau cycle d'assouplissement qu'à partir de juin 2024.

## AVIS D'EXPERT

Les nouvelles projections d'inflation de BAM améliore notre visibilité quant à la fin du cycle de resserrement monétaire. Une décision qui devrait par la suite ouvrir la voie vers une nouvelle étape d'assouplissement au Maroc. À l'origine, l'atténuation des pressions sur la rémunération de l'épargne grâce à la désinflation, le pivot monétaire attendu à l'international et les nouveaux enjeux économiques et échéances auxquels le Maroc fait face.

En dépit de la hausse du TD à 3%, les conditions de financement de l'économie demeurent adéquates dans le contexte actuel. Celui-ci est marqué par le démarrage d'un cycle intense en investissement à travers notamment l'opérationnalisation du FMVI, la mise en œuvre du programme de 120 MMDH pour la réhabilitation de la région du Sud et l'attribution de la co-organisation de la coupe du Monde en 2030.

Tenant compte de la tendance de l'inflation au Maroc, le scénario AGR prévoit le maintien du TD stable à 3% sur les deux prochains trimestres.

### Lamyae Oudghiri

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

### Meryeme Hadi

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

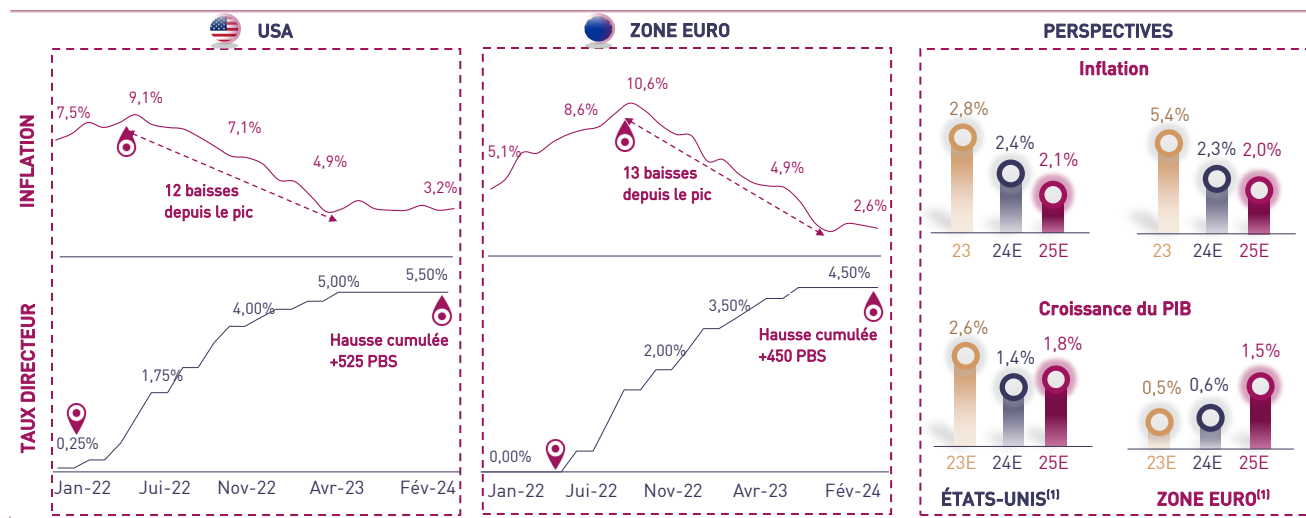
## LE PIVOT MONÉTAIRE À L'INTERNATIONAL REPORTÉ EN RAISON D'UN MANQUE DE VISIBILITÉ

### LES INQUIÉTUDES INFLATIONNISTES NE SEMBLENT PAS TOTALEMENT ÉCARTÉES

Alors que les attentes d'une baisse des TD de la Fed étaient très fortes en mars 2024, l'institution devrait garder sa politique monétaire stable. En effet, après 11 relèvements de TD depuis mars 2022, la Fed a maintenu le statu quo de son principal TD à 5,5% depuis le mois de juillet 2023, soit un plus haut niveau depuis 22 ans. Sans surprise, la BCE a maintenu son TD stable à 4,5% depuis septembre 2023 et ce, après 10 rehaussements de TD initiés en juillet 2022.

- **Aux États-Unis** : La Fed demeure vigilante face à la persistance de l'inflation. Après avoir entamé 12 baisses successives depuis son record de 9,0% en juin 2022 à 3,0% en juin 2023, les prix sont entrés dans une phase mitigée. Ces derniers ont rebondi à 3,2% en février 2024 au-dessus du consensus du marché et ce, après s'être établis à 3,1% en janvier 2024 ;
- **En Zone Euro** : La décélération de l'inflation est plus résiliente en ZE, soit à 2,6% en février 2024 après un pic de 10,6% en octobre 2022. Néanmoins, l'inflation a augmenté à un niveau supérieur à celui du consensus à 2,5% et demeure légèrement au-dessus de l'objectif de stabilité des prix de la Banque Centrale Européenne à 2%.

### INTERNATIONAL: INFLATION VS. TAUX DIRECTEUR 2022-2024



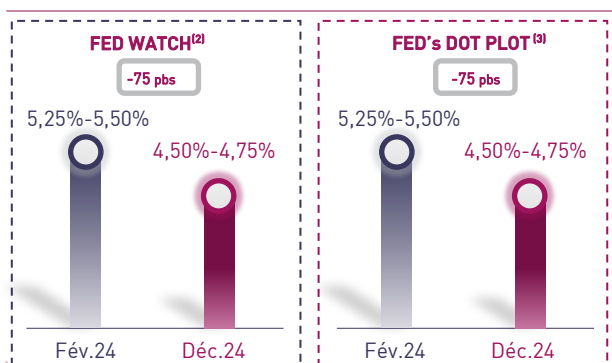
(1) Dernières prévisions de la FED (Déc-23) et de la BCE (Mars-24)

### LE CALENDRIER DU PIVOT MONÉTAIRE DE LA FED DÉCALÉ, MAIS RESTE MAINTENU EN 2024E

Si la fin du cycle restrictif des Banques Centrales est amorcée à l'international avec l'atteinte des Taux terminaux, il n'en demeure pas moins que le calendrier de la phase d'assouplissement monétaire reste encore incertain en 2024. Les tensions géopolitiques conjuguées aux exigences induites par les changements climatiques devraient maintenir les niveaux des prix à des seuils élevés à MT. Néanmoins, les prévisions d'inflation anticipent la poursuite de la désinflation aux États-Unis et en Zone Euro avec des projections autour de 2,4% et de 2,3% respectivement.

La FED devait être la 1<sup>ère</sup> des grandes banques centrales à débiter la baisse des Taux en mars 2024. Les perturbations en mer Rouge, la robustesse du marché du travail et le niveau élevé de la confiance des consommateurs aux États-Unis ont poussé la Fed à décaler son pivot monétaire, au moins jusqu'au mois de juin prochain. Le consensus du marché vient donc s'aligner sur les anticipations de politique monétaire (Fed's Dot Plot<sup>(3)</sup>) de 3 baisses de TD en 2024. Il s'agit d'un cumul de -75 PBS contre des prévisions initiales de -150 PBS en décembre dernier. Avec la révision à la baisse des prévisions d'inflation en ZE de 2,7% à 2,3% en 2024E, la BCE semble s'approcher de son objectif de stabilité des prix dès 2025E. Parallèlement, les pressions sur la croissance en ZE devraient encourager la BCE à débiter son pivot dès le S2-24.

### PRÉVISIONS DES FED FUNDS EN 2024E



(2) Probabilité de changement du TD, basée sur les prix des contrats à terme des Fed Funds à 30 Jours  
 (3) Évaluation par les participants du FOMC de la politique monétaire appropriée

### COMMENTAIRES DES PRÉVISIONS TAUX BCE EN 2024E

Christine Lagarde  
Présidente de la BCE



Nous sommes dans un processus de désinflation ... il y a clairement un déclin et nous faisons de bons progrès vers un retour à l'objectif officiel de 2%.



François Villeroy  
Gouverneur de la Banque de France



Nous allons ramener l'inflation à 2% d'ici l'an prochain... Les conséquences que nous devrions en tirer, c'est probablement de baisser les taux au printemps.



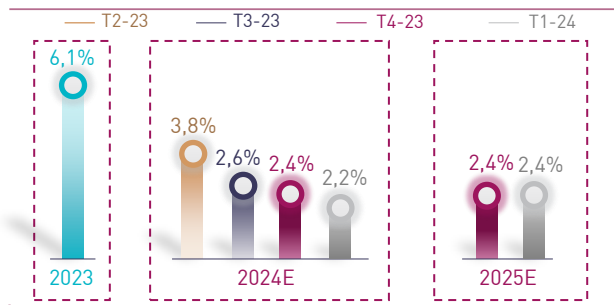
Sources : Sites officiels des Banques Centrales, FMI, CME Group, Calculs & Estimations

## RÉVISION À LA BAISSÉ DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE ET D'INFLATION EN 2024E

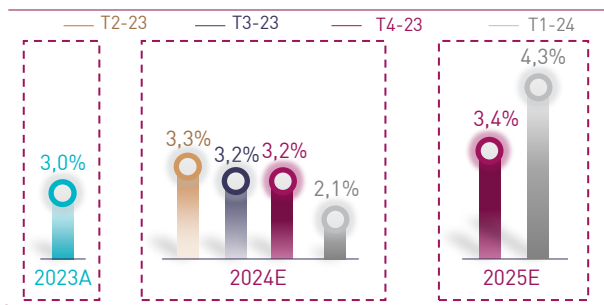
Les pressions inflationnistes au Maroc devraient s'atténuer plus rapidement en 2024E. L'inflation devrait s'établir à 2,2% en 2024E contre une prévision initiale de 2,4% après 6,1% en 2023 et 6,6% en 2022. BAM révisé pour la 4<sup>ème</sup> fois consécutive ses prévisions d'inflation en 2024E, avant de légèrement rebondir à la hausse en 2025E à 2,4%, soit un niveau proche de l'objectif de stabilité des prix.

Néanmoins, Bank Al-Maghrib révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour 2024E à 2,1% contre 3,2% préalablement en raison du déficit pluviométrique que connaît le Maroc actuellement. La campagne agricole au titre de l'année 2024 devrait s'établir autour de 25 MQx contre 55 MQx une année auparavant.

### MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS D'INFLATION



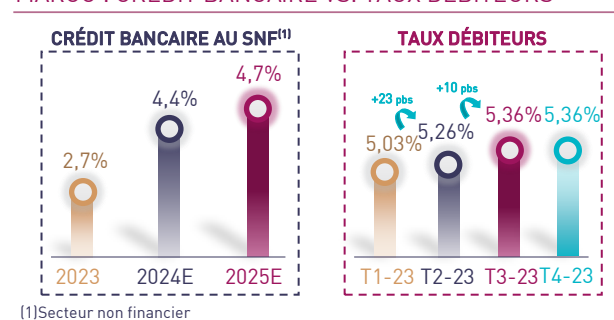
### MAROC : ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE



## APRÈS UNE TRANSMISSION DE 75% DE LA HAUSSE DU TD, LES TAUX DÉBITEURS SE METTENT EN PAUSE

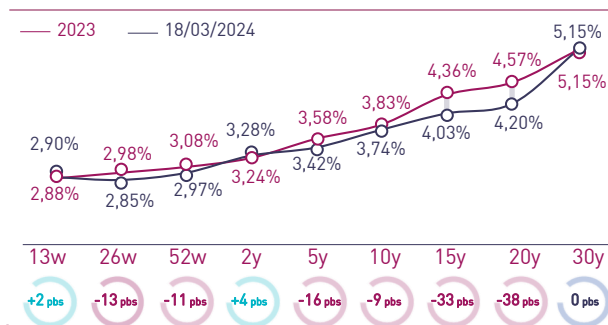
L'évolution des Taux débiteurs révèle l'arrêt de la transmission de la hausse du TD de +150 PBS après avoir augmenté de +112 PBS depuis le début du cycle de resserrement de BAM en septembre 2022, continuant ainsi à offrir des conditions de financement adéquates. Après avoir intégré complètement les hausses de TD en 2023, les Taux obligataires au Maroc ont enclenché un mouvement baissier depuis le S2-23. Ces derniers devraient poursuivre leur baisse en 2024 et ce, en anticipation d'une éventuelle phase accommodante qui démarrerait après la confirmation du statu quo par BAM. Un scénario soutenu par la poursuite de la désinflation conjuguée aux impératifs du soutien de la croissance.

### MAROC : CRÉDIT BANCAIRE VS. TAUX DÉBITEURS



[1] Secteur non financier

### MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE

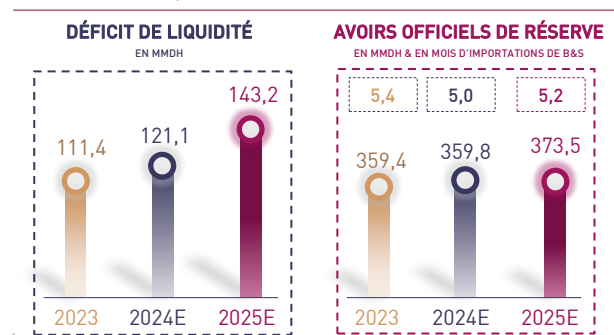


## VERS DES NIVEAUX RECORDS DU « CASH EN CIRCULATION » DURANT LA PÉRIODE 2024E-2025E

En dépit des anticipations records en termes de réserves en devises à près de 360 MMDH en 2024E, la poursuite de la hausse de la circulation fiduciaire devrait continuer à pénaliser les besoins en liquidité. Après une progression importante de +11% en 2023E, le cash en circulation devrait évoluer de +6,8% en 2024E et de +7,8% en 2025E. Dans ces conditions, le déficit de liquidité du système bancaire devrait atteindre un record de près de 121 MMDH, soit un niveau jamais observé depuis la crise du Covid-19.

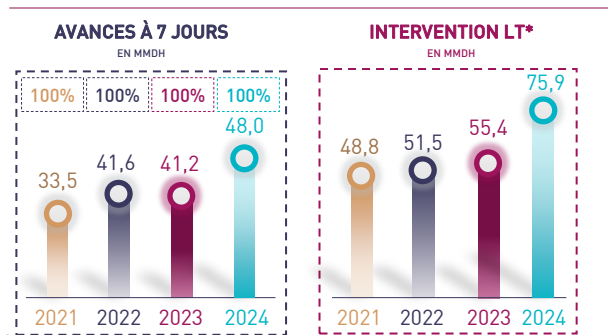
Face à ce besoin, il faut rappeler que BAM continue d'être en mesure de combler ce déficit sur le marché monétaire et de maintenir les TMP en ligne avec le TD et ce, à travers ses injections principales de liquidité via les avances à 7 jours et ses instruments à plus LT.

### DÉFICIT DE LIQUIDITÉ VS. RÉSERVES DE CHANGE



[1] Avoirs Officiels de Réserve

### INTERVENTION DE BAM : AVANCES À 7J VS. LT



\*Inclut les prêts garantis, la pension livrée et les swap de change  
Données arrêtées au 21 mars 2024

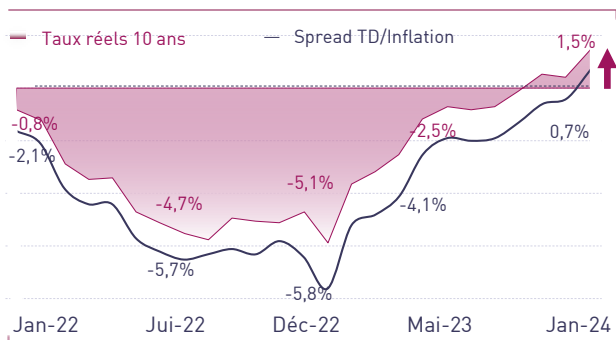
Sources : Bank Al-Maghrib, MEF, Salle des marchés AWB, Calculs & Estimations AGR

## BAM : DES SIGNAUX FAVORABLES AU MAINTIEN DU TD..., AU MOINS POUR DEUX TRIMESTRES

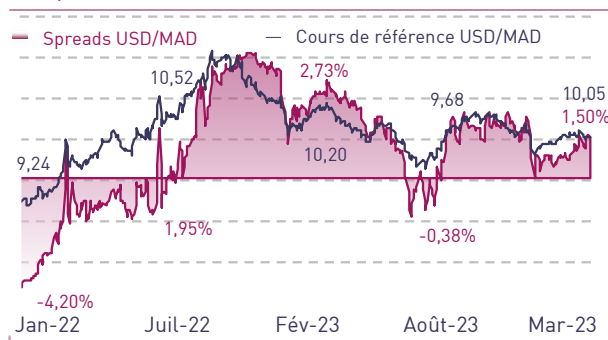
Après une phase monétaire restrictive de Bank Al-Maghrrib durant la période allant de septembre 2022 à mars 2023, marquée par un relèvement cumulé du TD de +150 PBS, la politique monétaire de BAM démarre une étape d'attentisme marquée par le maintien d'un statu quo à 3%. Selon notre lecture du marché, nous relevons plusieurs arguments qui conforteraient notre scénario central de statu quo durant les deux prochains trimestres. À noter qu'un éventuel pivot monétaire pourrait s'opérer vers la fin d'année 2024E.

- (1) *Vers une baisse plus rapide de l'inflation en 2024E.* L'inflation au Maroc devrait poursuivre sa tendance baissière durant les prochains mois et pourrait même retomber en territoire négatif avant de repartir légèrement à la hausse vers le S2-24 tenant compte des effets progressifs de la décompensation du Gaz en 2024E. Il s'agit de :
  - ⇒ Les mesures budgétaires déflationnistes de l'Etat en faveur du soutien du pouvoir d'achat des ménages (Transport & Electricité) conjuguées à la mise en place en 2023 du programme d'urgence d'environ 10 MMDH en faveur du secteur agricole en soutien aux chaînes de production et dont les effets sont visibles durant le T1-24 ;
  - ⇒ La limitation des exportations de quelques produits alimentaires conjuguée à des températures plus clémentes durant le T1-24 ont contribué à la maturité des cultures nationales et à leur disponibilité sur les marchés. À cet effet, l'inflation alimentaire n'a cessé de baisser depuis février 2023 pour atteindre 6,7% à fin décembre 2023.
- (1) *La nette détente des pressions sur la rémunération de l'épargne nationale.* Pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis leur inversion en octobre 2021, les taux réels repassent en territoire positif et ce compte tenu d'une inflation qui a franchi à la baisse la barre des 3% à 2,3% en février 2024. Une évolution qui atténue fortement les pressions sur l'épargne nationale ;
- (2) *Absence de tension sur le MAD durant le T1-24.* Alors que la Fed et la BCE s'apprêtent à entamer un revirement stratégique de leur politique monétaire et ce après des hausses cumulées importantes de +550 PBS et de +450 PBS des TD, nous ne relevons pas de pressions majeures sur le panier de devises de référence du MAD. Par conséquent, les parités USD/MAD et EUR/MAD affichent des baisses de -3,4% et -0,9% respectivement à la mi-mars 2024. Néanmoins, la vigilance reste de mise tenant compte d'une éventuelle poursuite du flottement du dirham en 2024.
- (3) *Des projections de croissance moins « favorables » en 2024E.* L'activité économique nationale devrait être une nouvelle fois pénalisée par une 3<sup>ème</sup> année successive de sécheresse marquée par une très faible campagne agricole et ce, sur la dernière décennie. Néanmoins, la croissance nationale devrait rester soutenue par des investissements publics et privés records ainsi que l'opérationnalisation des plans inédits de relance et de réhabilitation de la région du Sud. Parallèlement, les conditions de financement de l'économie demeurent très confortables ne nécessitant pas d'intervention rapide de l'institution monétaire. *Dans ce sens, nous estimons qu'une 1<sup>ère</sup> baisse du TD pourrait intervenir en fin d'année 2024 si les conditions demeurent propices à la poursuite de la désinflation au Maroc.*

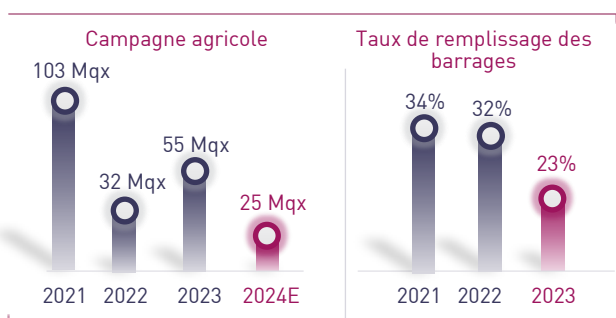
### MAROC : TAUX RÉELS 2022-2024



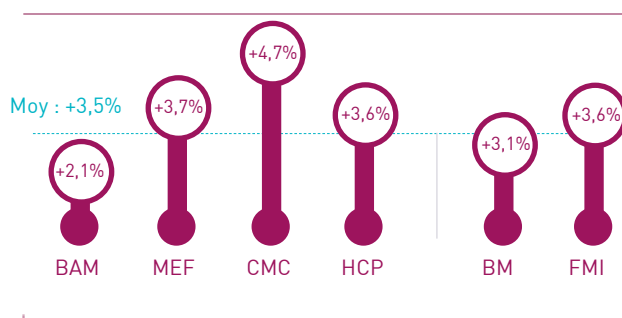
### USD/MAD : FIXING VS. SPREAD DE LIQUIDITÉ



### CAMPAGNE AGRICOLE VS. REMPLISSAGE BARRAGES



### PRÉVISIONS DE CROISSANCE 2024E



## 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 22 49 14 82  
m.hadi@attijari.ma  
Casablanca

### INVESTOR RELATIONS ANALYST

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

### FINANCIAL ANALYST

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

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 différents publications de Attijari Global Research sont préparés 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.

