

# RESEARCH REPORT

MACROECONOMY

JANVIER  
2021



## SOLDE ORDINAIRE DÉFICITAIRE EN 2021 À quand un retour à l'équilibre ?

- 02 | Executive Summary
- 03 | L'équilibre budgétaire au Maroc... entre acquis et fébrilités
- 04 | Les finances publiques mises à mal par le choc Covid-19
- 05 | Un solde ordinaire déficitaire en 2021... le rétablissement de l'équilibre pas de sitôt
- 06 | Retour à la normale : Moyens et horizon



Attijari  
Global Research

## EXECUTIVE SUMMARY

---

Dans un contexte de choc économique, le solde ordinaire au Maroc passerait en territoire négatif pour la première fois depuis la crise 2012-2013 avec un déficit de -15 MMDH selon la LFR 2020. Dans la perspective d'une dissipation proche de la crise sanitaire, et d'une reprise de la croissance économique en 2021, il est légitime de s'interroger sur la capacité du Trésor de renouer avec un solde ordinaire excédentaire, indicateur clé d'une situation saine pour les finances publiques.

Pour y parvenir, nous observons l'évolution historique du couple recettes & dépenses ordinaires du Trésor, pour ressortir avec un comportement structurel loin de toutes distorsions conjoncturelles. Cette analyse s'avère pleine d'enseignements en matière d'identification des leviers d'équilibre budgétaire. Il s'avère que la progression des recettes fiscales n'est alimentée que marginalement par la croissance économique ou encore par l'élargissement de l'assiette. Alors que les recettes non fiscales, réputées irrégulières, soutiennent les revenus. De même, l'économie de coûts la plus significative trouve son origine dans la réforme de la caisse de compensation, tout en considérant les efforts pour limiter la hausse de la masse salariale et la gestion active de la dette qui permet de contenir la progression de son coût.

Cette structure des finances publiques a permis à compter de 2014, de rétablir un solde ordinaire excédentaire. Toutefois, cet équilibre n'a finalement que peu résisté à une situation de choc. Dans ce contexte, nous croyons que le redressement du solde ordinaire relève davantage d'un besoin de rehaussement des recettes plutôt que d'économies sur les coûts. En effet, la structure des dépenses vient appuyer nos propos. La part dominante présente peu de marge de manœuvre.

A l'issue d'une analyse des différentes rubriques des recettes & dépenses ordinaires, nous croyons que le retour à l'équilibre serait possible à compter des années 2022-2023. Notre projection s'appuie sur un certain nombre de facteurs qui pourraient contribuer au rebond des recettes vers leur niveau pré Covid-19.

Au final, nous tenons à rappeler que l'objet de cet exercice n'étant pas de ressortir avec un niveau cible du solde ordinaire à partir de 2022, mais plutôt de lister les principales rubriques à surveiller, d'identifier leur marge d'amélioration, tout cela pour définir la capacité globale du Trésor de renouer avec son équilibre d'avant crise.

Abdelaziz LAHLOU  
Directeur Économie  
ab.lahlou@attijari.ma

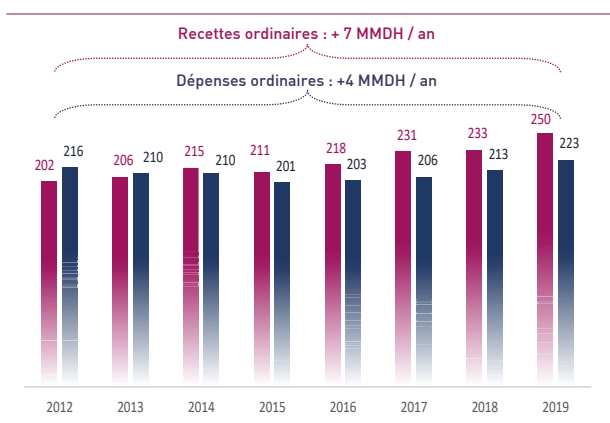
## L'ÉQUILIBRE BUDGÉTAIRE AU MAROC... ENTRE ACQUIS ET FÉBRILITÉS

L'année 2012, qui avait enregistré un glissement du solde ordinaire à -14 MMDH, a constitué un tournant pour la gestion des finances publiques au Maroc. Depuis, le ministère des Finances a mené une politique rigoureuse de gestion des ressources et dépenses ordinaires du Trésor ce qui a permis de rétablir progressivement un excédent, qui a atteint un niveau moyen de 24 MMDH sur les trois dernières années [2017-2019].

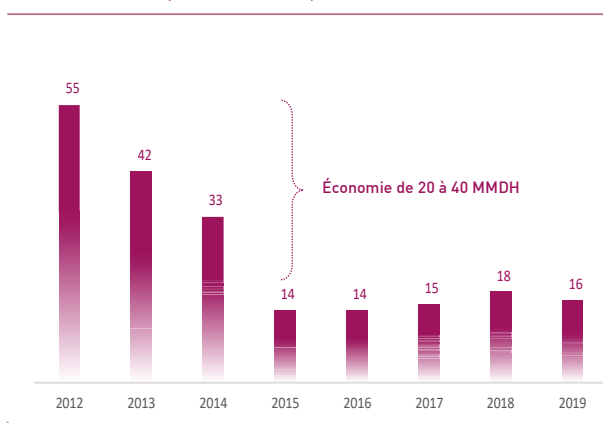
Force est de constater que la progression des recettes fiscales durant la période (2012-2019) n'est alimentée que marginalement par la croissance économique ou encore par l'élargissement de l'assiette. En effet, représentant 85% des recettes ordinaires du Trésor, les recettes fiscales affichent un rythme de progression moyen de 2,7% (+5 MMDH en moyenne annuelle), inférieur à celui de la croissance du PIB établie à 3,3%.

Les recettes non fiscales, réputées irrégulières, soutiennent les revenus du Trésor. Évoluant à un rythme plus soutenu (soit de +2 MMDH en moyenne annuelle), elles sont alimentées par les autres revenus non fiscaux et les recettes de privatisation, alors que les recettes de monopoles stagent sur l'ensemble de la période.

### Évolution des recettes et dépenses ordinaires (en MMDH)

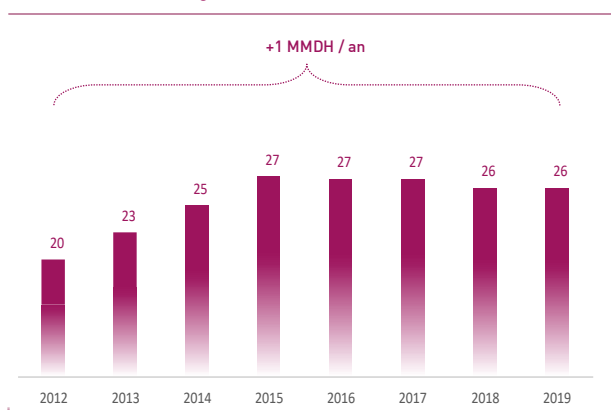


### Évolution des dépenses de compensation (en MMDH)

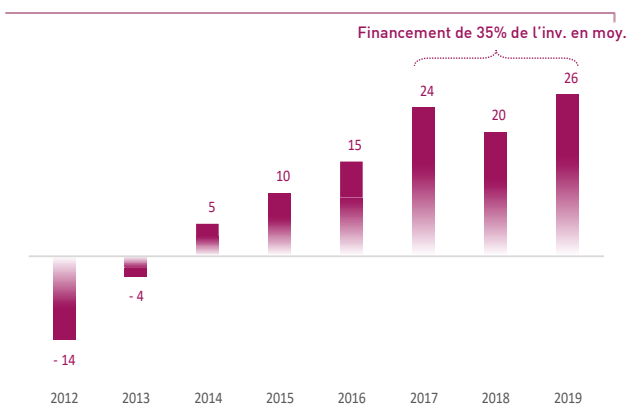


De l'autre côté, les dépenses ordinaires affichent un TCAM de 0,5% durant l'ensemble de la période (2012-2019), représentant un surcoût annuel de près de 1 MMDH. L'économie de coûts la plus significative trouve son origine dans la réforme de la caisse de compensation. La réforme a permis une épargne de 20 MMDH à 40 MMDH par rapport à l'année de référence. On relève également des efforts considérables pour limiter la hausse annuelle de la masse salariale (+2 MMDH), et une gestion active de la dette qui permet de contenir la progression de son coût (+1 MMDH). Des efforts quelque peu bridés par la hausse conséquente des autres charges de fonctionnement de l'État (+4 MMDH).

### Évolution de la charge d'intérêt (en MMDH)



### Évolution du solde ordinaire (en MMDH)



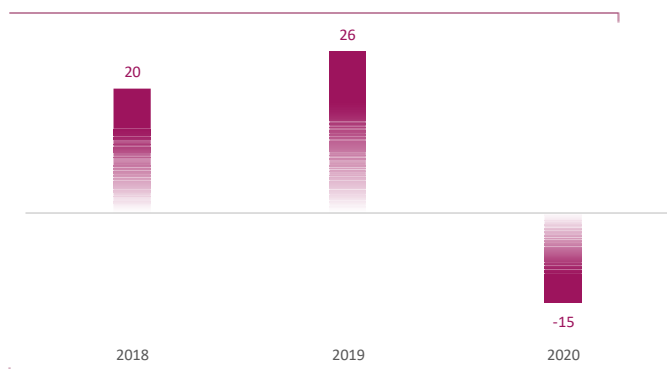
Cette structure a permis de rétablir, à compter de 2014, un solde ordinaire excédentaire. Il reflète l'engagement du Trésor à consacrer le financement par la dette à l'investissement et non à la couverture des dépenses ordinaires. Ainsi, durant la période (2014-2019), les dépenses ordinaires sont totalement autofinancées, alors qu'un solde ordinaire négatif nécessitera le recours à l'endettement pour financer le reliquat par rapport aux recettes ordinaires.

Source: Ministère des Finances, Calculs AGR

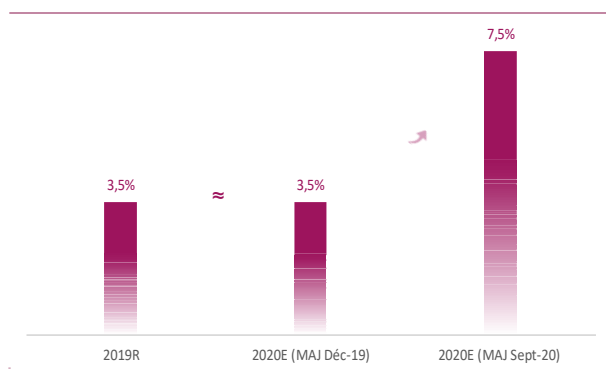
## LES FINANCES PUBLIQUES MISES À MAL PAR LE CHOC COVID-19

L'ampleur sanitaire du choc Covid-19 combinée à la volonté d'ériger la santé du citoyen au centre des préoccupations ont eu un impact économique considérable. Au niveau de la croissance économique, le recul du PIB est estimé à 9,2 pts [-6,6% contre +2,6% pré-Covid-19], tandis qu'au niveau des finances publiques, le solde ordinaire est négatif pour la première fois depuis 2014 et le déficit budgétaire augmenterait de près de 4 pts (7,5% contre 3,5%) [Cf. Rapport Afrique - octobre 2020].

Impact du Covid-19 sur le solde primaire (MMDH)



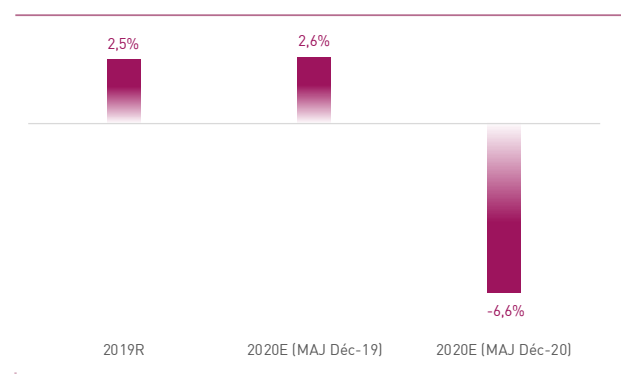
Impact du Covid-19 sur le déficit budgétaire (% du PIB)



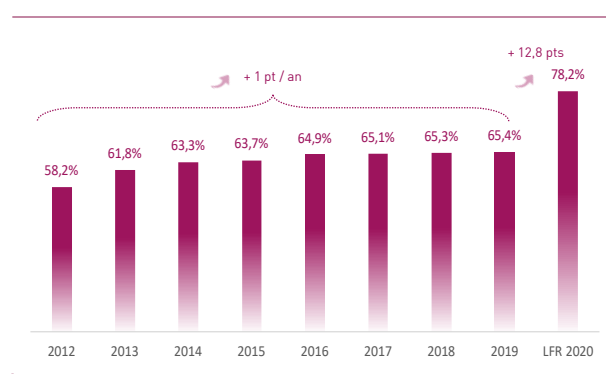
Dans ce contexte, la LFR 2020 nous apporte des éclaircissements sur les origines de ces écarts par rapport à la LF 2020 :

- Un manque à gagner de 41 MMDH au niveau des recettes ordinaires dont l'essentiel (35 MMDH ou 85%) provient des recettes d'impôts. D'un côté, l'IS est affecté par les dispenses de recouvrement des secteurs les plus touchés, et par la baisse des bénéfices des principaux contributeurs. Pour sa part, l'IR subit l'effet du recul des opérations foncières, alors que la part salariale s'avère résiliente en raison de la contribution marginale des tranches les plus affectées. Alors que les recettes TVA locale et à l'importation pâtissent du recul de la consommation ;
- Une baisse des dépenses ordinaires de 4 MMDH attribuable pour l'essentiel (3 MMDH ou 70%) à une économie sur les dépenses de compensation.

Effet de la pandémie Covid-19 sur la croissance du PIB



Évolution de l'endettement du Trésor (% du PIB)



In fine, l'endettement devrait enregistrer une évolution inédite de 12,8 points à 78,2% du PIB en 2020 selon nos estimations. Cette progression est à comparer à une hausse moyenne de 1,0 point lors de la période (2012-2019). Ceci s'explique par un effet ciseaux de hausse des besoins de financement simultanée à une baisse du PIB :

- L'accroissement des besoins du Trésor qui ont pratiquement doublé en 2020 à 83 MMDH contre 42 MMDH une année auparavant. À l'origine, une situation de solde ordinaire déficitaire aggravée par un maintien de l'effort d'investissement pour un besoin de relance économique ;
- La baisse attendue du PIB en valeur liée au recul du PIB réel de 5% et d'une inflation<sup>(1)</sup> basse estimée à 0,4% en 2020.

Source: LFR 2020, Bank Al Maghrib, Estimations AGR

(1) Nous retenons le chiffre de l'inflation au lieu du déflateur du PIB principalement pour refléter la faible hausse des prix.

## UN SOLDE ORDINAIRE DÉFICITAIRE EN 2021E... LE RÉTABLISSEMENT DE L'ÉQUILIBRE PAS DE SITÔT

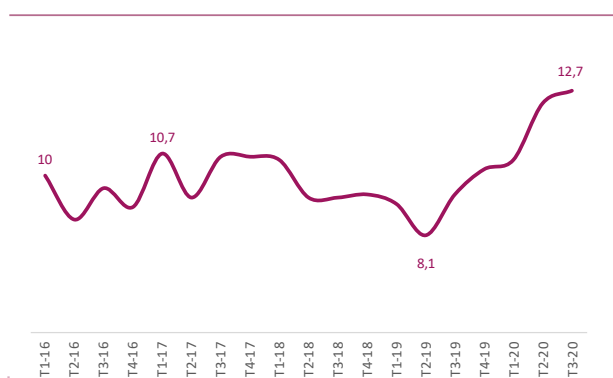
Partant de l'hypothèse d'une dissipation progressive de la pandémie à partir du T2-2021, l'année 2021 devrait renouer avec une croissance économique de +4,8% selon le LF 2021. Sauf qu'en matière d'équilibre budgétaire, le solde ordinaire demeurerait déficitaire de -10 MMDH. Dans ce contexte, nous relevons la question suivante : Qu'est-ce qui expliquerait un tel retard dans le rétablissement de l'équilibre budgétaire ?

### Les effets décalés du choc Covid-19 sur les revenus du Trésor

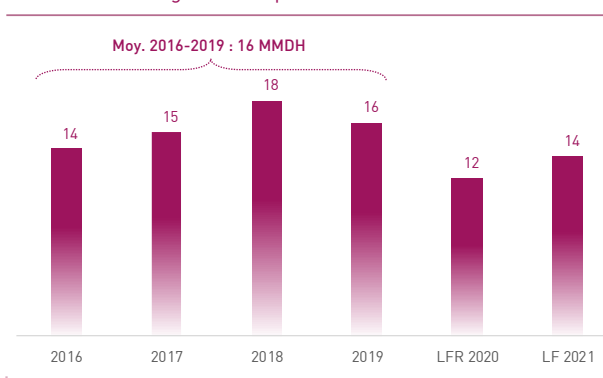
Les dommages collatéraux du choc Covid-19 ne devraient pas s'estomper en 2020. En effet, les recettes d'impôts, principales contributrices aux revenus du Trésor devraient afficher une nouvelle baisse en 2021 après celle enregistrée en 2020 ( Cf. annexe ). Nous pourrions expliquer cette contre-performance notamment par :

- L'impact de la hausse du chômage sur la Consommation ;
- L'anticipation d'une baisse des bases imposables assujetties à l'IR et l'IS pour les contributeurs au fonds de solidarité Covid-19. Pour rappel, ce fonds a collecté, hors contribution du Trésor, près de 24 MMDH qui pourrait être amortie sur une période allant jusqu'à 5 ans ;
- La prévision d'un autre recul des bases imposables assujetties à l'IS lié à la possibilité par les entreprises d'amortir sur 5 ans les frais fixes engagés en période de sous activité constatée en temps de pandémie Covid-19.

Évolution trimestrielle du taux de chômage (%)



Évolution du budget de compensation (MMDH)



### La nécessité d'alimenter la croissance économique par la dépense publique

Le contexte économique actuel appelle à une forte participation de l'État dans l'alimentation de la croissance économique. A cet effet, la rubrique dépenses ordinaires devrait enregistrer une hausse de 4,0% en 2021 après 6,3% en 2020. Cette reprise haussière, qui contraste avec le rythme de progression de 0,5% observé lors de la période 2012-2019, tient compte :

- De l'impact du dialogue social sur la masse salariale qui est estimé à 7 MMDH en 2021 et du maintien du niveau de recrutements observé lors de la période 2016-2020 avec 23 503 nouveaux postes au-delà de 17 000 autres dédiés aux AREF<sup>[1]</sup>;
- Du retour progressif du budget de la compensation à un niveau normatif dans l'hypothèse d'une reprise de l'activité mondiale qui engendrerait une hausse mécanique des prix du butane.

L'ensemble de ces éléments précités mène vers un solde ordinaire déficitaire de -10 MMDH. Allégé certes par rapport à sa valeur attendue en 2020 (-15 MMDH) ce niveau vient, de nouveau, transgresser la règle dite d'or de réserver le financement de la dette aux investissements.

Source: Ministère des Finances, HCP, Calculs AGR

\*[1] Académies Régionales d'Éducation et de Formation

## RETOUR À LA NORMALE: MOYENS ET HORIZON

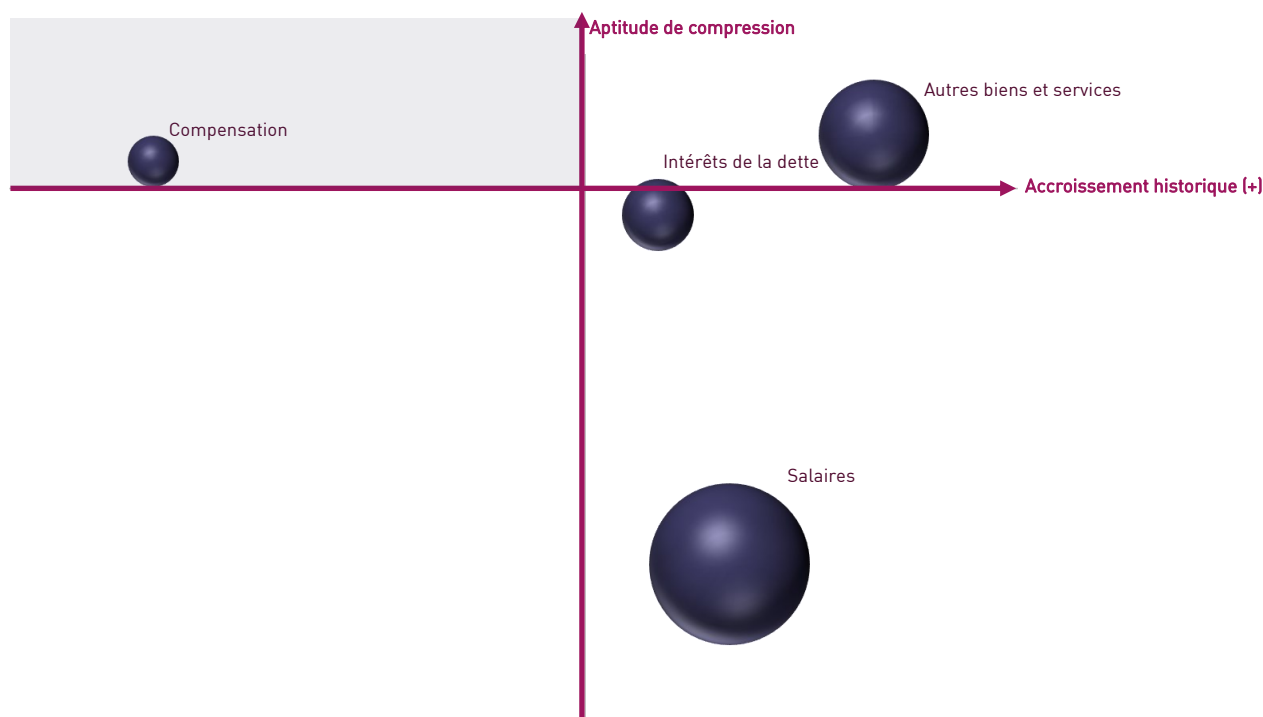
A ce stade, nous relevons une autre question : Après le glissement budgétaire des années 2020 & 2021, le Trésor est-il capable de redresser la barre et de rétablir l'équilibre du solde ordinaire, et dans tel cas, à quel horizon ?

L'objet de notre argumentaire n'étant pas de ressortir avec un niveau précis de solde ordinaire sur un horizon donné, mais plutôt de lister les principales rubriques à surveiller, d'identifier leur marge d'amélioration, tout cela pour définir la capacité globale du Trésor de renouer avec son équilibre d'avant crise.

### Le redressement du solde ordinaire : Un enjeu de relèvement des recettes plutôt que d'économies des coûts

Nous pensons que le redressement du solde ordinaire constitue davantage un enjeu de rehaussement des recettes plutôt que des économies sur les coûts. Rappelons que celles-ci, bien que pertinentes jusqu'à un certain seuil, s'amenuisent avec le temps. En effet, la structure des dépenses vient appuyer nos propos. La part dominante présente peu de marge de manœuvre :

### Représentation du poids et du rythme d'évolution des principales dépenses



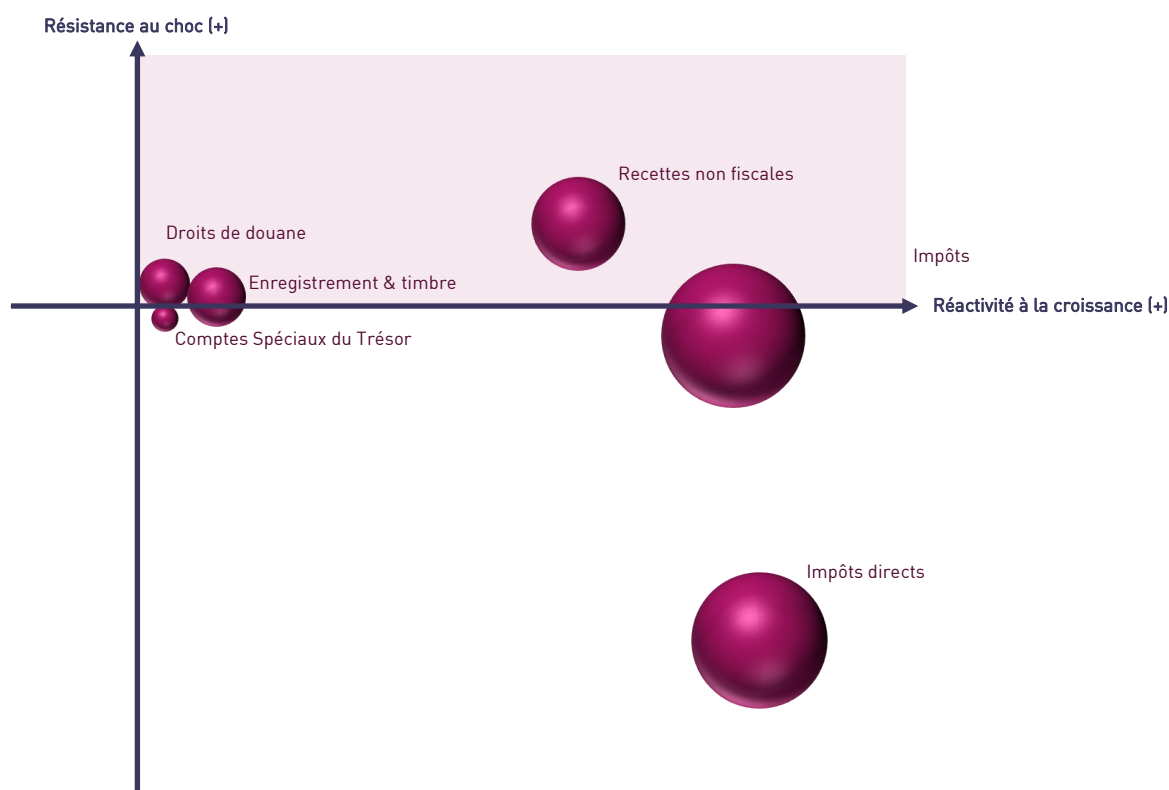
- Les salaires et les intérêts de la dette seraient peu enclins à la baisse : Celles-ci pèsent pour plus des deux-tiers (68%) des dépenses ordinaires en 2021E, et présenteraient peu de possibilités d'économies dans un contexte de choc. Il faudrait rappeler que déjà en période pré-Covid, leur accroissement a été ralenti à une cadence annuelle moyenne de +2 MMDH pour la masse salariale et +1 MMDH pour les intérêts de la dette ;
- La réforme de la caisse de compensation est, de nouveau, l'économie de coûts la plus en vue. Les avancées réalisées dans le processus de ciblage de la population au-delà de l'expérience acquise lors de la pandémie Covid-19 permettraient l'accélération de cette réforme. Pour rappel, les subventions absorbent un budget annuel variant entre 12 et 18 MMDH dont une part de près de 80% consacrée au gaz butane.

Source: AGR

## RETOUR À LA NORMALE: MOYENS ET HORIZON (SUITE)

De l'autre côté, le rehaussement des recettes présenterait des niveaux de complexité disparates :

Représentation du poids et du rythme d'évolution des principales recettes



- Les recettes d'impôts directs, véritable chantier en cours des finances publiques : Historiquement durant la période (2012-2019), la progression des recettes d'impôts directs a été moins rapide que celle du PIB. A contrario, celles-ci se montrent très affectées en période de choc, et devraient se délaier de 16 MMDH (-15%) en l'espace de 2 ans (2020-2021). Dans ce contexte et au-delà de l'amélioration de la conjoncture, le Trésor escompte un retour sur les actions de relance, notamment les amnisties fiscales, la création d'un fonds d'investissement de 15 MMDH et les incitations fiscales accordées aux nouveaux recrutements par les sociétés ;
- Les recettes douanières inscrites dans une tendance haussière : Cela va de paire avec la reprise des flux d'échange à l'international et une stabilité des taux de droits de douane dans leur ensemble ;
- Les recettes non fiscales, réel appoint pour le Trésor : Une reprise économique contribuerait à une progression des recettes de monopoles et surtout présenterait les conditions nécessaires à la relance du programme de privatisation.

A l'analyse des différentes rubriques des recettes & dépenses, croyons que le retour à l'équilibre serait possible à compter des années 2022-2023. Le recours de la dette serait ainsi, de nouveau, exclusivement dédié à l'investissement.

Source: AGR

## ANNEXE

Tableau des recettes et des dépenses du Trésor

(en MMDH)	2016	2017	2018	2019	LFR 2020	LF 2021
<b>Recettes Ordinaires</b>	<b>218</b>	<b>231</b>	<b>233</b>	<b>250</b>	<b>223</b>	<b>237</b>
<b>Recettes fiscales</b>	<b>189</b>	<b>201</b>	<b>209</b>	<b>212</b>	<b>186</b>	<b>196</b>
Impôts directs	85	93	96	96	88	80
Impôts indirects	79	84	89	91	78	90
Droits de douane	9	9	10	10	8	11
Enregistrement et timbre	16	15	15	15	13	15
<b>Recettes non fiscales</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>38</b>
<b>Autres</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	<b>203</b>	<b>206</b>	<b>213</b>	<b>223</b>	<b>237</b>	<b>247</b>
<b>Biens et services</b>	<b>162</b>	<b>164</b>	<b>169</b>	<b>181</b>	<b>197</b>	<b>206</b>
Personnel	105	105	106	112	136	140
Autres biens et services	57	59	62	70	61	66
<b>Dettes publiques</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
<b>Compensation</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
<b>Solde Ordinaire</b>	<b>15</b>	<b>24</b>	<b>20</b>	<b>26</b>	<b>- 15</b>	<b>- 10</b>

Sources: Ministère des Finances, Calculs AGR



## ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

### DIRECTEUR ECONOMIE

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

### MANAGER

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

### SENIOR ASSOCIATE

Mahat Zerhoui  
+212 5 29 03 68 16  
m.zerhoui@attijari.ma  
Casablanca

### ASSOCIATE

Omar Cherkaoui  
+212 5 22 49 14 82  
o.cherkaoui@attijari.ma  
Casablanca

### DIRECTEUR STRATÉGIE

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

### SENIOR ANALYST

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

### FINANCIAL ANALYST

Josiane Ouakam  
+237 233 43 14 46  
j.ouakam@attijarisecurities.com  
Douala

### FINANCIAL ANALYST

Jean-Jacques Birba  
+225 20 21 98 26  
jean-jacques.birba@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

Kaoutar Sbiyaa  
+212 5 29 03 68 21  
k.sbiyaa@attijari.ma

Alae Yahya  
+212 5 29 03 68 15  
a.yahya@attijari.ma

### BOURSE EN LIGNE - MAROC

Sofia Mohcine  
+212 5 22 42 87 52  
s.mohcine@wafabourse.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi  
+225 07 80 68 68  
mohamed.lemridi@sib.ci

### BROKERAGE - TUNISIE

Abdelkader Trad  
+216 71 10 89 00  
trad.@attijaribank.com.tn

### CEMAC - CAMEROUN

Yves Ntchoumou  
+237 2 33 43 14 46  
n.ntchoumou@attijarisecurities.com

## Activités de marchés

### MAROC

Mehdi Mabkhout  
+212 5 22 42 87 22  
m.mabkhout@attijariwafa.com

Mohammed Hassoun Filali  
+212 5 22 42 87 09  
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Btissam Dakkouni  
+212 5 22 42 87 74  
b.dakkouni@attijariwafa.com

Dalal Tahoune  
+212 5 22 42 87 07  
d.tahoune@attijariwafa.com

### ÉGYPTE

Ahmed Darwich  
+202 27 97 04 80  
ahmed.darwich@barclays.com

### TUNISIE

Abdelkader Trad  
+216 71 80 29 22  
trad.abdelkader@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  
+241 01 77 72 42  
youssef.hansali@ugb-banque.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 pourra 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.

