

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | MARS 2025

L'ORIENTATION VERS LES FINANCEMENTS EXTÉRIEURS SE CONFIRME EN 2025E

- 02 | Point sur les besoins de financement brut du Trésor
- 03 | Point sur le niveau d'endettement du Trésor
- 04 | Annexes : Situation des Charges & Ressources du Trésor



Attijari
Global Research

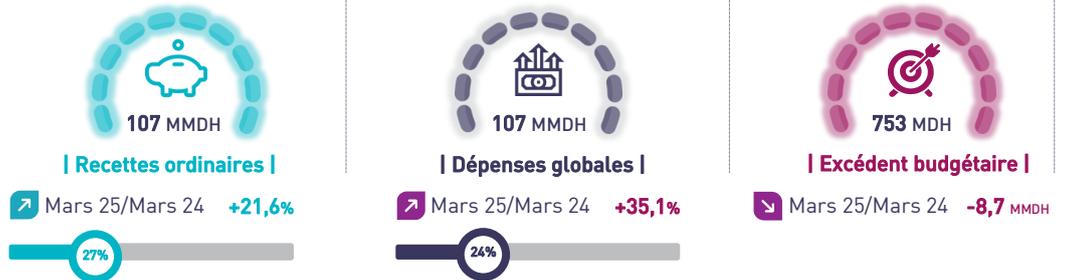


MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

30 AVRIL
2025

TAUX DE RÉALISATION PAR RAPPORT À LA LF 2025 | À FIN MARS 2025 |



VUE D'ENSEMBLE : LE BESOIN DE FINANCEMENT SATISFAIT À 44% SUR LE MARCHÉ EXTÉRIEUR

À fin mars 2025, la situation des finances publiques fait ressortir un excédent budgétaire de 753 MDH contre 9,4 MMDH en mars 2024.

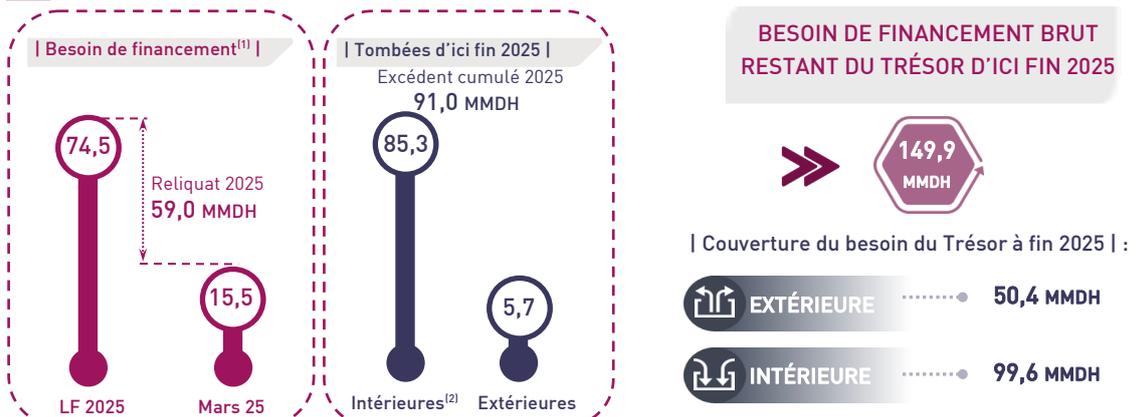
Les recettes de l'État ont été principalement soutenues par les composantes fiscales (IS et IR) qui ont augmenté de +17,4 MMDH (+21,5%) en une année.

Cette performance des recettes a pu compenser la hausse des dépenses ordinaires de l'État alourdies par le poids des charges de Biens & Services (+21,9 MMDH) et des intérêts de la dette publique (+3,8 MMDH). De son côté, la charge de compensation continue d'afficher un recul de -2,3 MMDH sur la même période, en lien avec

l'absence des subventions au secteur du transport routier contre 1 MMDH un an auparavant. Ces évolutions se sont traduites par un solde ordinaire de +7,1 MMDH, contre +11,4 MMDH une année auparavant.

Tenant compte d'un niveau des arriérés de 16,3 MMDH, le besoin de financement ressort à 15,5 MMDH contre un excédent de 3,7 MMDH un an auparavant. En raison du recours au financement extérieur à 6,8 MMDH avec des tirages de 9,6 MMDH, l'endettement intérieur net s'est établi à 8,7 MMDH, soit 56% du besoin global du Trésor.

BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN BRUT MOYEN DU TRÉSOR MAÎTRISÉ À PLUS DE 11 MMDH



1) Déficit budgétaire incluant les arriérés du Trésor 2) Données Salle des marchés Attijariwafa bank 3) Sur le marché des adjudications de BDT et à travers les autres opérations de financement intérieur

11,1 MMDH FINANCEMENT INTÉRIEUR BRUT FUTUR⁽³⁾/MOIS

Selon nos estimations, le besoin de financement brut du Trésor d'ici la fin de l'année 2025 devrait s'établir à 150 MMDH. Celui-ci est calculé comme suit :

- (1) Le reliquat de financement du déficit budgétaire ainsi que les arriérés du Trésor, estimés par la LF 2025 à 59,0 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2025 de 91,0 MMDH, dont 85,3 MMDH sur le marché intérieur et 5,7 MMDH sur le marché extérieur.

Selon la LF 2025, l'argentier de l'État devrait couvrir 50,4 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur. Le reliquat de 99,6 MMDH serait satisfait sur le marché domestique. Par conséquent, le besoin de financement intérieur brut par mois est estimé à 11,1 MMDH. Ce niveau, considéré maîtrisé, ne devrait pas induire de pressions visibles sur le marché domestique. Il est à noter que cette estimation tient compte de la concrétisation de la totalité des financements extérieurs budgétisés par la LF 2025 à 60,0 MMDH.

AVIS D'EXPERT

La dernière sortie à l'international de 2,0 MME confirme la qualité de signature du Maroc et l'intérêt des bailleurs de fonds internationaux envers la dette marocaine. Cette levée a permis d'améliorer la situation de la trésorerie de l'État et d'atténuer le recours vers les financements intérieurs. En effet, les placements du Trésor ont avoisiné les 50 MMDH au cours des deux premières semaines d'avril, contre moins de 8,0 MMDH en moyenne au cours du mois de mars.

Le Trésor réaffirme sa nouvelle stratégie de financement entamée depuis deux années déjà [Cf. Emission Eurobond Maroc 2025]. Celle-ci est marquée par une volonté de recourir davantage au marché extérieur. Les financements extérieurs couvriraient ainsi près de 90% du besoin de financement net du Trésor en 2025E contre 10% en moyenne durant la période 2021-2022.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

Meryeme HADI

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

Lamyae OUDGHIRI

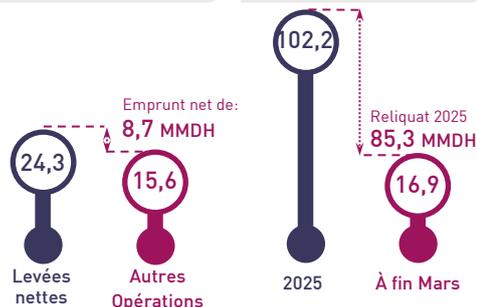
Directeur Activités de Marché
+212 529 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma



Attijari
Global Research

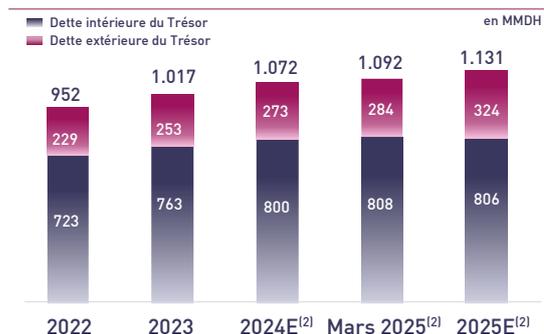
FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin Mars 2025 | | Tombées du Trésor⁽¹⁾ |



(1) Incluant les échanges de BDT

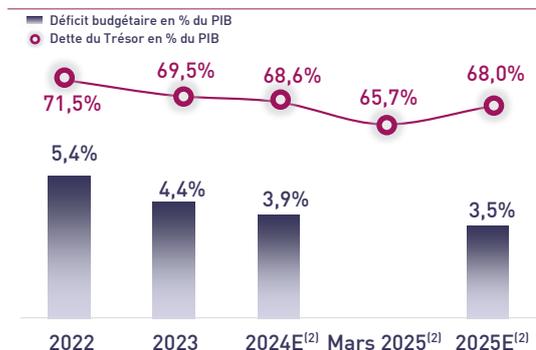
ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



À la lumière des évolutions budgétaires prévues par la LF 2025, le Trésor devrait maîtriser son déficit en 2025E à 58,2 MMDH, soit 3,5% du PIB. La dette du Trésor devrait poursuivre sa hausse en 2025E, atteignant selon nos estimations 1.131 MMDH contre 1.072 MMDH en 2024E :

- (1) La dette intérieure devrait atteindre 806 MMDH en 2025E, en hausse de +0,8% par rapport à son niveau à fin 2024E ;
- (2) La dette extérieure devrait augmenter de +18,9%, passant de 273 MMDH en 2024E à 324 MMDH en 2025E.

DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



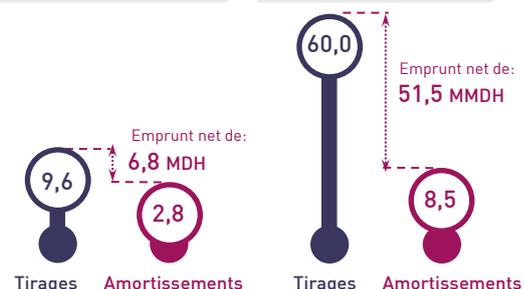
Tenant compte des prévisions de croissance de la LF pour l'année 2025E à 4,6%, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement autour des 68,0% en 2025E. Ce dernier se serait établi à 65,7% à fin mars 2025E.

Plus en détails, l'endettement intérieur devrait s'établir à 48,6% en mars 2025E et devrait reculer à 48,5% d'ici la fin de l'année 2025E.

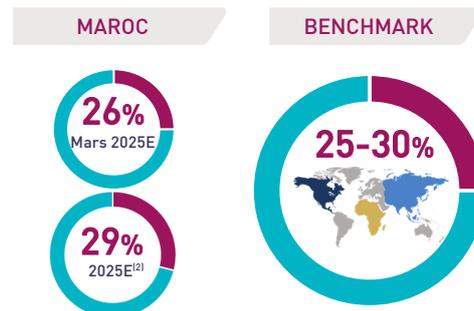
(2) Estimations AGR

FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin Mars 2025 | | Prév. LF 2025 |



POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



Au terme du mois de mars, la dette globale aurait atteint 1.092 MMDH. La composante intérieure aurait atteint 808 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure se serait établie à 284 MMDH.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait rester maîtrisé à 26% à fin mars 2025E. Celui-ci devrait toutefois s'accélérer à 29% à fin 2025E tenant compte du niveau élevé des tirages extérieurs prévu par la LF 2025 à 60,0 MMDH. Ce niveau s'inscrit toutefois dans l'intervalle de notre Benchmark de référence, soit entre [25%-30%].

ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



Le taux d'endettement extérieur devrait s'accélérer passant de 17,4% à fin 2024E à 19,5% en 2025E. Celui-ci se serait établi à 17,0% à fin mars 2025E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



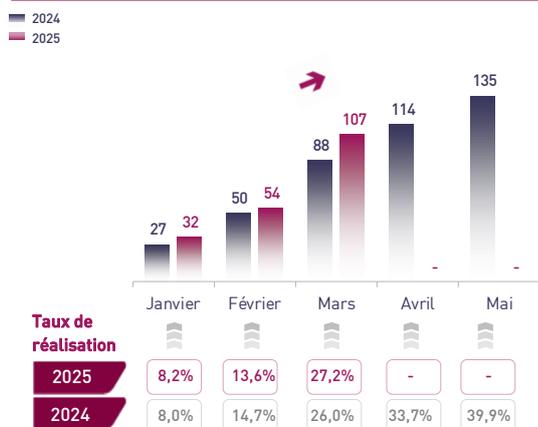
ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN MARS 2025

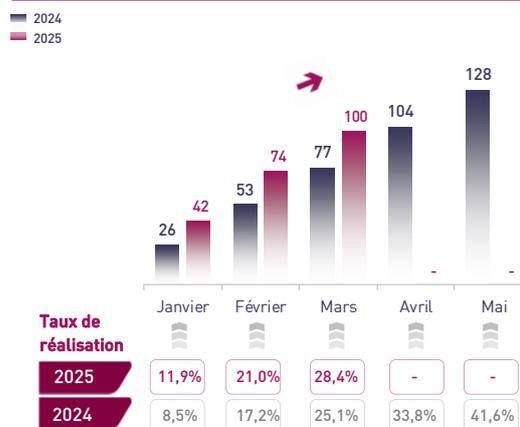
ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN MARS 2025 |

EN MMDH	Mars 24	TR Mars 24	Mars 25	LF 2025	TR Mars 25
Recettes fiscales	80,9	29,9%	98,3	320,1	30,7%
Impôts directs (IS+IR)	41,3	35,4%	56,7	139,3	40,7%
Impôts indirects (TVA+TIC)	28,9	24,3%	30,2	137,8	21,9%
Recettes non fiscales	6,2	9,4%	7,9	71,6	11,0%
Recettes ordinaires	88,4	26,0%	107,5	395,3	27,2%
Dépenses ordinaires	77,0	25,1%	100,4	353,9	28,4%
Dépenses de fonctionnement	63,0	24,9%	84,9	294,2	28,9%
Intérêt de la dette publique	5,8	15,5%	9,5	42,6	22,3%
Compensation	8,3	48,7%	6,0	17,1	34,8%
Investissement	22,1	22,0%	27,8	105,6	26,3%
Dépenses globales	79,0	19,4%	106,7	453,5	23,5%
Déficit budgétaire	9,4	-15,2%	0,8	- 58,2	-1,3%

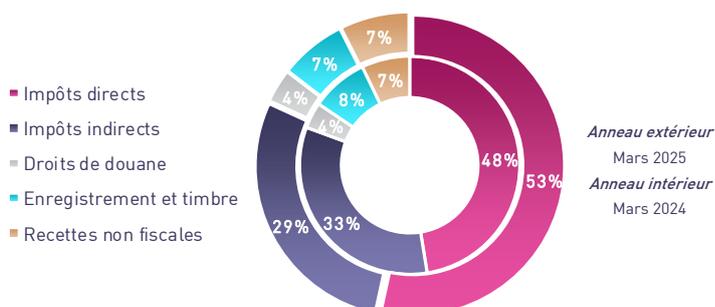
ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



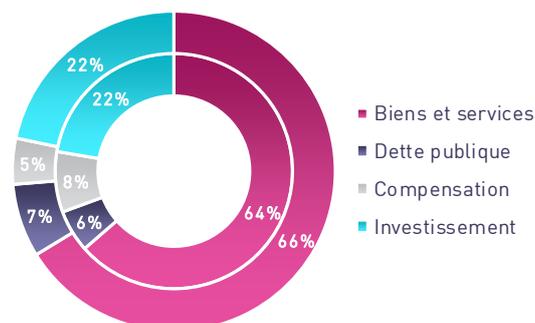
ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



ANNEXE 4 : RÉPARTITION DES RECETTES DU TRÉSOR



ANNEXE 5 : RÉPARTITION DES DÉPENSES DU TRÉSOR



Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

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.iraqui@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

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

SENIOR ASSOCIATE

Meryeme Hadi
+212 529 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 22 49 59 52 s.mohcine@wafabourse.com	Mehdi Benckekroun +212 5 29 03 68 14 m.benckekroun@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 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
--	---	--	---

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 ses 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 différents 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.

