

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | AOÛT 2025

BUDGET : CREUSEMENT IMPORTANT DU DÉFICIT PUBLIC

- 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

Rapport destiné aux institutionnels

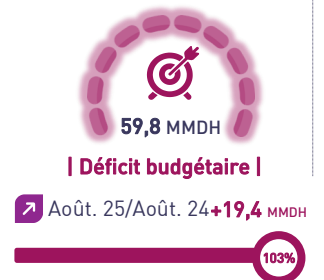
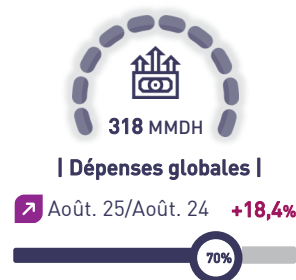
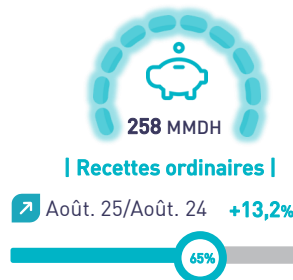


MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

09 OCTOBRE
2025

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



VUE D'ENSEMBLE : CREUSEMENT IMPORTANT DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE À FIN AOÛT 2025

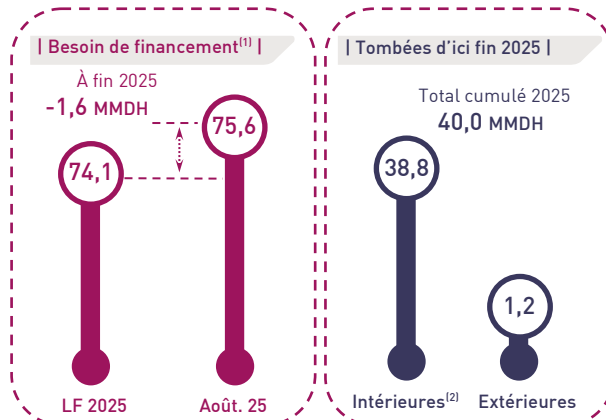
À fin août 2025, le déficit budgétaire se creuse significativement de -19,4 MMDH pour atteindre -59,8 MMDH. Cette évolution traduit principalement la hausse des dépenses du Trésor de plus de +49,0 MMDH face à une progression relativement modérée des recettes de +30,0 MMDH.

Tenant compte des arriérés du Trésor de 15 MMDH, le besoin de financement ressort à 75,6 MMDH contre 45,3 MMDH un an plus tôt. Les tirages extérieurs atteignent 41,3 MMDH à fin août 2025, contre 60,0 MMDH estimé par la LF 2025, soit un taux de satisfaction de 69%.

D'une part, les dépenses ordinaires, tirées par les dépenses de B&S se sont appréciées de +30,0 MMDH sur une année, reflétant la volonté de l'Etat de soutenir les secteurs sociaux, à l'instar de la santé et de l'éducation.

D'autre part, les dépenses d'investissement poursuivent leur tendance haussière. Celles-ci s'établissent à 68,0 MMDH, en hausse de +3,7% et affichent un taux de réalisation de 64% à fin août 2025. Cette évolution reflète les efforts soutenus en dépenses d'infrastructures, en marge des échéances sportives majeures et de la volonté de l'Etat de soutenir la relance économique.

BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN BRUT MOYEN DU TRÉSOR MAÎTRISÉ AUTOUR DES 11 MMDH



¹⁾ Déficit budgétaire incluant les arriérés du Trésor ²⁾ Sur le marché des adjudications de BOT et à travers les autres opérations de financement intérieur

BESOIN DE FINANCEMENT BRUT RESTANT DU TRÉSOR D'ICI FIN 2025



| Couverture du besoin du Trésor à fin 2025 | :



4,9 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 38,4 MMDH. Celui-ci est calculé comme suit :

- (1) Un dépassement de financement du déficit budgétaire ainsi que les arriérés du Trésor, estimés par la LF 2025 à -1,6 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2025 de 40,0 MMDH, dont 38,8 MMDH sur le marché intérieur et 1,2 MMDH sur le marché extérieur.

Selon la LF-25, l'argentier de l'État devrait couvrir 18,7 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur à fin 2025E.

Ainsi, le reliquat de 19,7 MMDH serait satisfait sur le marché domestique d'ici la fin de l'année 2025. Par conséquent, le besoin de financement intérieur brut par mois est estimé à 4,9 MMDH à fin août 2025.

Ce niveau, considéré très modéré, ne devrait pas induire de pressions sur les taux de rendement sur le marché obligataire à l'échelle nationale.

AVIS D'EXPERT

Le recours au marché intérieur demeure important à fin août 2025. Celui-ci dépasse les prévisions de la LF 2025. Parallèlement, les financements extérieurs affichent un taux de réalisation de 66% durant la même période. Dans ces conditions, le taux de couverture des besoins de financement du Trésor par les tirages extérieurs n'excède pas les 45% en août 2025 contre près de 90% estimé par la LF 2025.

Rappelons que la décision de S&P de relever la note du Maroc à « BBB- » en septembre 2025 conforte la crédibilité financière du Maroc à l'échelle internationale. Après avoir perdu le statut « Investment Grade » en 2020, sous l'effet des déséquilibres provoqués par la pandémie du Covid-19, le Royaume est aujourd'hui récompensé grâce à ses efforts budgétaires et à sa stratégie de diversification économique.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

Meryeme HADI

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

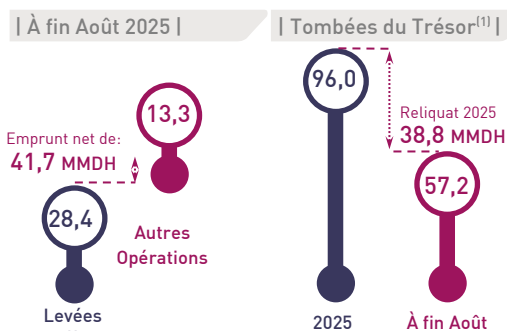
Lamyae OUDGHIRI

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



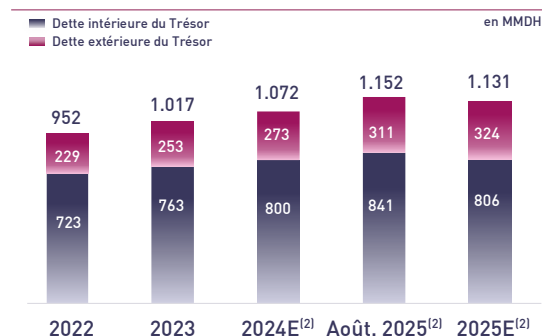
**Attijari
Global Research**

FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR



(1) Incluant les échanges de BDT

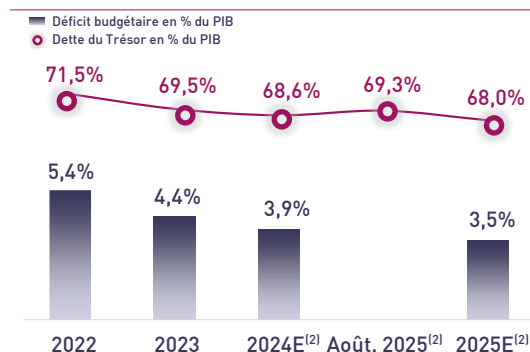
ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



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.

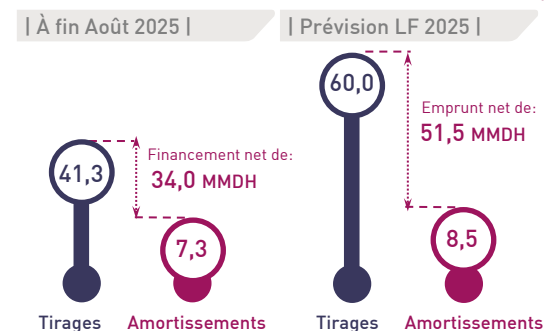
DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



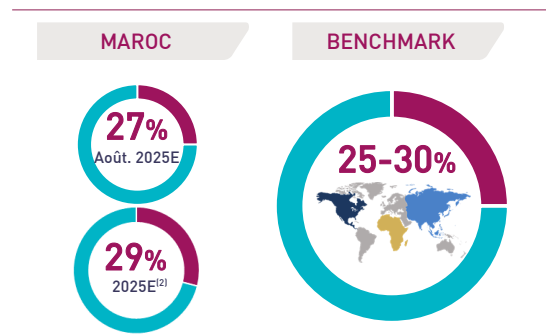
Tenant compte des prévisions de croissance de la LF pour l'année 2025E à 4,6%, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement autour des 68,0% en 2025E. Ce dernier se serait établi à 69,3% à fin août 2025E.

(2) Estimations AGR

FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR



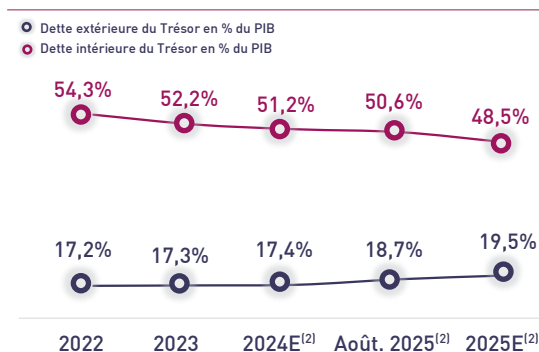
POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



Au terme du mois d'août 2025, la dette globale aurait atteint 1.152 MMDH. La composante intérieure aurait atteint 841 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure se serait établie à 311 MMDH.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait se stabiliser à 27% à fin août 2025. Celui-ci devrait toutefois atteindre 29% à fin 2025E tenant compte du niveau élevé des tirages extérieurs prévus par la LF 2025 à 60,0 MMDH. À noter que ce niveau s'inscrit toujours dans l'intervalle de notre Benchmark de référence [25%-30%].

ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



Plus en détails, l'endettement intérieur devrait s'établir à 50,5% en juillet 2025E et à 48,5% d'ici la fin de l'année 2025E.

Le taux d'endettement extérieur devrait s'accroître passant de 17,4% à fin 2024E à 19,5% en 2025E. Celui-ci se serait établi à 18,7% à fin août 2025E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



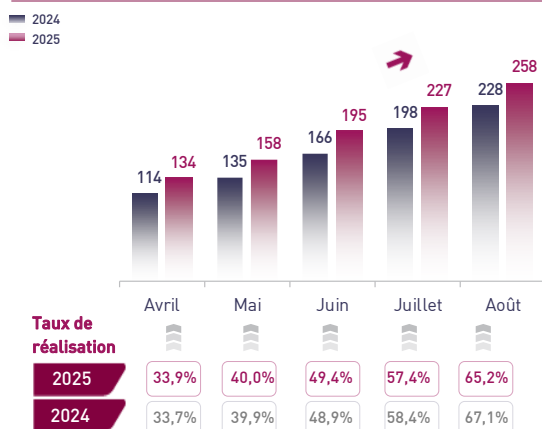
ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN AOÛT 2025

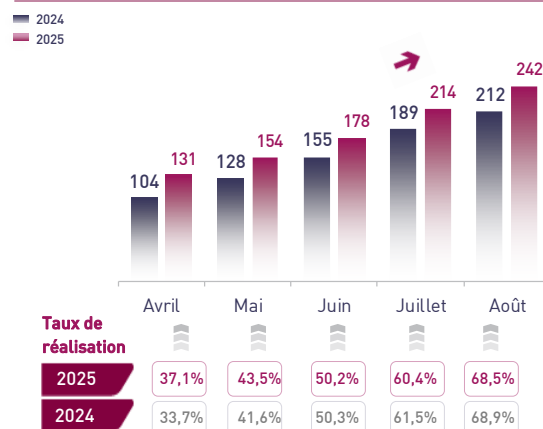
ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN AOÛT 2025 |

EN MMDH	Août. 24	TR Août. 24	Août. 25	LF 2025	TR Août. 25
Recettes fiscales	194,9	72,0%	224,3	320,1	70,1%
Impôts directs (IS+IR)	86,0	73,6%	107,4	139,3	77,1%
Impôts indirects (TVA+TIC)	82,4	69,3%	90,7	137,8	65,8%
Recettes non fiscales	29,6	45,4%	30,2	71,6	42,2%
Recettes ordinaires	227,7	67,1%	257,8	395,3	65,2%
Dépenses ordinaires	211,6	68,9%	242,3	353,9	68,5%
Dépenses de fonctionnement	166,7	65,9%	197,3	294,2	67,1%
Intérêt de la dette publique	26,8	72,0%	31,8	42,6	74,7%
Compensation	18,1	106,9%	13,3	17,1	77,4%
Investissement	65,4	65,2%	67,9	105,6	64,3%
Dépenses globales	268,1	65,8%	317,5	453,5	70,0%
Déficit budgétaire	- 40,4	65,2%	- 59,8	- 58,2	102,7%

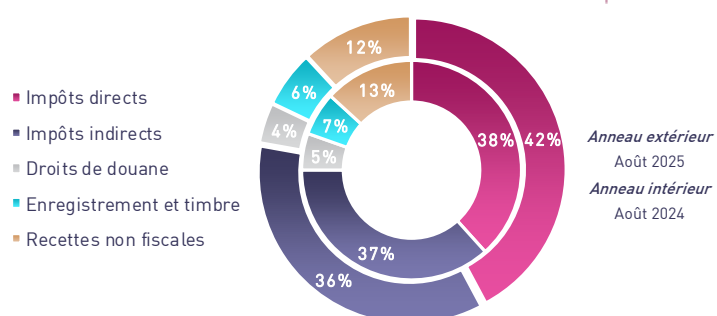
ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



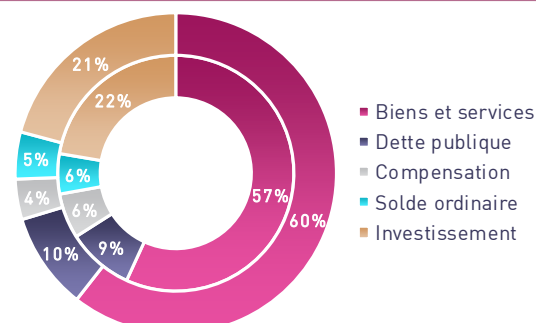
ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



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.iraqi@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 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'exhaustivité 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 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.

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.