

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | MAI 2025

UNE MAÎTRISE BUDGÉTAIRE SOUTENUE PAR UNE MOBILISATION EFFICACE DES RECETTES DE L'ÉTAT

- 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

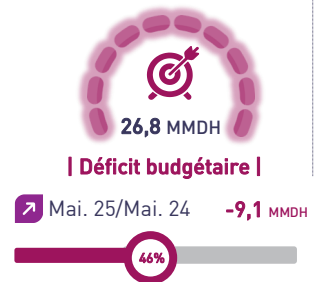
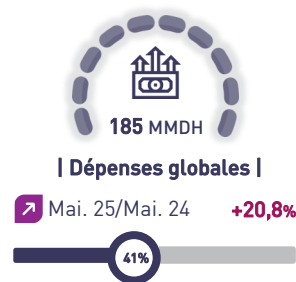
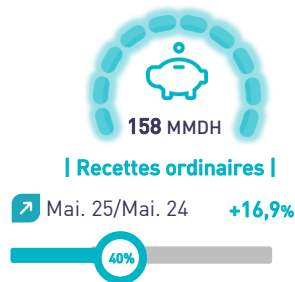


MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

09 | JUILLET
2025

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



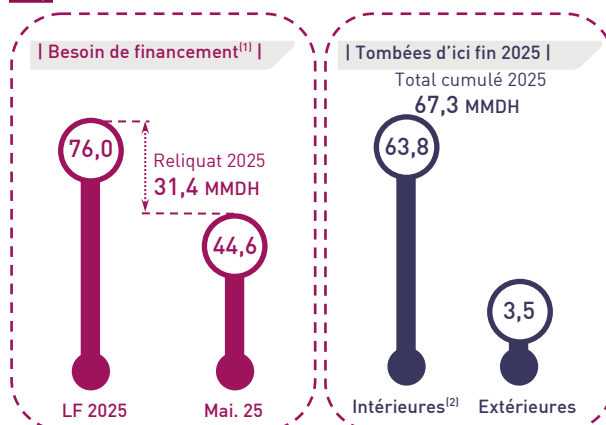
VUE D'ENSEMBLE : LES RECETTES FISCALES AU CHEVET DU BUDGET À FIN MAI 2025

À fin mai 2025, le déficit budgétaire se creuse de 11,5 MMDH à -26,8 MMDH, contre -17,7 MMDH une année auparavant. À l'analyse de la situation des charges et des ressources, nous relevons :

- Une nette amélioration des recettes ordinaires de +16,9%, soit +22,8 MMDH, portée par la bonne tenue des recettes fiscales. Il s'agit principalement de l'IS et de l'IR qui ont augmenté de +9,7 MMDH et de +6,9 MMDH respectivement en une année ;
- Une hausse plus importante des dépenses de +20,8% (+31,9 MMDH). Celle-ci reflète deux tendances contrastées.

En dépit de la baisse de la charge de compensation de -3,7 MMDH suite à l'allègement de la facture du gaz butane (-1,3 MMDH) et à la non récurrence des subventions en faveur du secteur du transport routier (1,6 MMDH en 2024), les dépenses ordinaires ont connu une hausse importante. À l'origine, l'augmentation de +27,0 MMDH en une année des dépenses en B&S et des intérêts de la dette publique de +3,1 MMDH. Tenant compte d'une réduction des opérations en instance de 17,8 MMDH, le besoin de financement du Trésor ressort à 44,6 MMDH. Les tirages extérieurs s'élèvent à plus de 32 MMDH à fin mai 2025, permettant de financer 63% de ce besoin.

BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN BRUT MOYEN DU TRÉSOR MAÎTRISÉ AUTOUR 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

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



| Couverture du besoin du Trésor à fin 2025 | :



10,2 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 98,8 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 31,4 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2025 de 67,3 MMDH, dont 63,8 MMDH sur le marché intérieur et 3,5 MMDH sur le marché extérieur.

Selon la LF-25, l'argentier de l'État devrait couvrir 27,2 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur. Le reliquat de 71,5 MMDH serait satisfait sur le marché domestique. Par conséquent, le besoin de financement intérieur brut par mois est estimé à 10,2 MMDH. Ce niveau, considéré maîtrisé, ne devrait pas induire de pressions visibles sur le marché domestique. Il est à noter que le Trésor a déjà réalisé plus de la moitié des tirages extérieurs prévus par la LF-25 à 60,0 MMDH, soit 32,8 MMDH, en lien avec sa dernière sortie à l'international.

AVIS D'EXPERT

Avec le recours quasi-exclusif au marché intérieur en 2024 et la hausse de la dette publique, les charges du Trésor ont emprunté une tendance haussière depuis le début de l'année 2025. Ces dernières ont augmenté de +38,0% à 11,2 MMDH à fin mai 2025 contre 8,1 MMDH une année auparavant. Tenant compte du pivot monétaire de Bank Al-Maghrib initié en juin 2024 avec 3 baisses de TD de -25 PBS (juin 24, décembre 24 et mars 25), nous prévoyons une baisse progressive des charges d'intérêt intérieures de l'État au S2-25.

Ce scénario devrait se traduire sur le déficit public projeté à 3,5% du PIB en 2025E contre 3,9% en 2024. Selon nos estimations, chaque baisse de TD de -25 PBS générerait une économie budgétaire pour le Trésor en charge d'intérêt annuelle avoisinant les 300 MDH. (Cf. Taux Directeur - Juin 2025).

Meryeme HADI

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

Lamyae OUDGHIRI

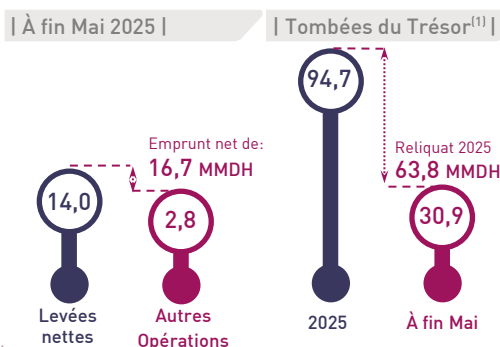
Directeur Activités de Marché
+212 529 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma



Attijari
Global Research

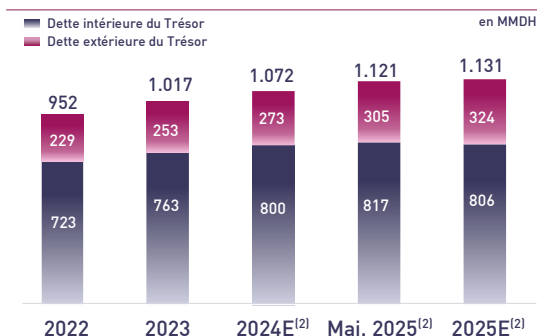
Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR



(1) Incluant les échanges de BDT

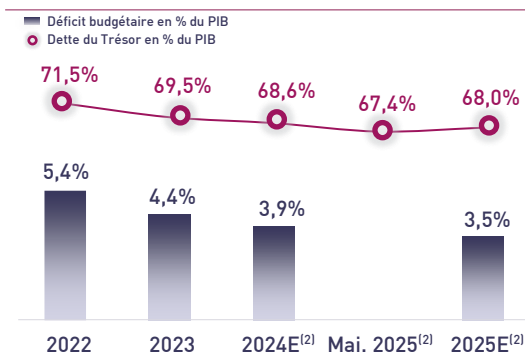
ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



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.

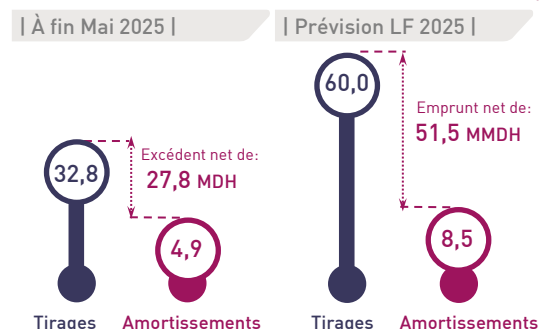
DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



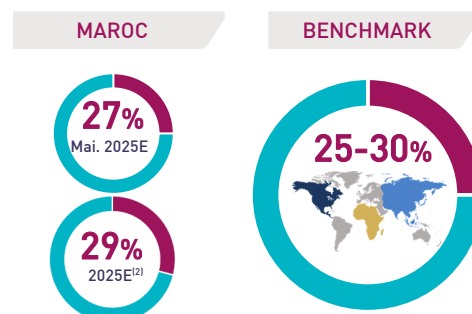
Tenant compte des prévisions de croissance de la LF pour l'année 2025E à 4,6%, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement autour des 68,0% en 2025E. Ce dernier se serait établi à 67,4% à fin mai 2025E.

Plus en détails, l'endettement intérieur devrait s'établir à 49,1% en mai 2025E et à 48,5% d'ici la fin de l'année 2025E.

FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR



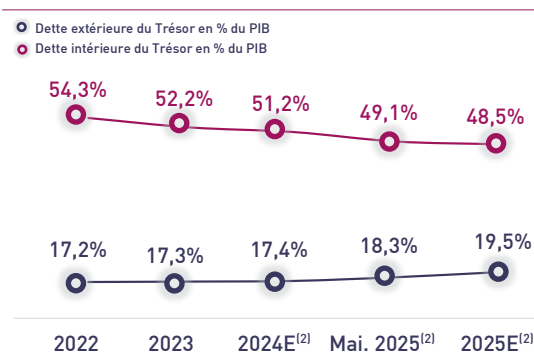
POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



Au terme du mois de mai, la dette globale aurait atteint 1.121 MMDH. La composante intérieure aurait atteint 816 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure se serait établie à 305 MMDH.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait rester maîtrisé à 27% à fin avril 2025E. Celui-ci devrait toutefois atteindre 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'accroître passant de 17,4% à fin 2024E à 19,5% en 2025E. Celui-ci se serait établi à 18,3% à fin mai 2025E.

(2) Estimations AGR

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



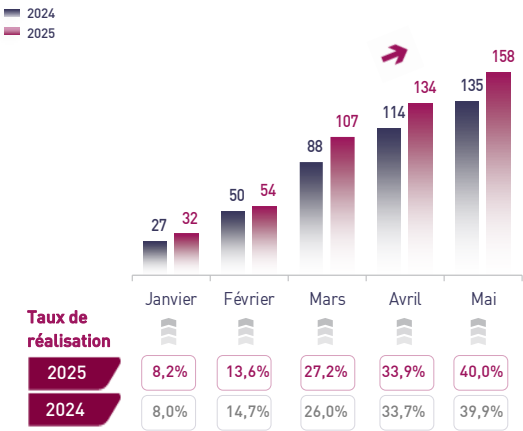
ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN MAI 2025

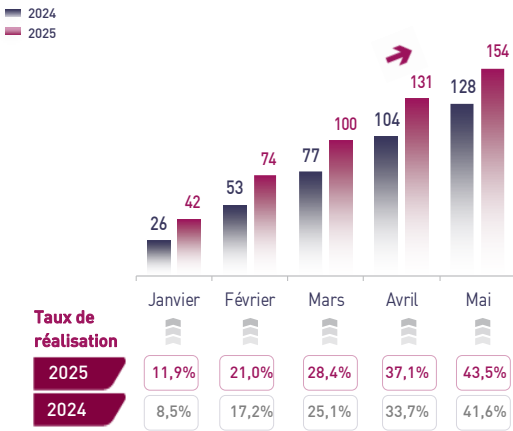
ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN MAI 2025 |

EN MMDH	Mai. 24	TR Mai. 24	Mai. 25	LF 2025	TR Mai. 25
Recettes fiscales	123,7	45,7%	144,3	320,1	45,1%
Impôts directs (IS+IR)	55,0	47,0%	72,0	139,3	51,7%
Impôts indirects (TVA+TIC)	51,3	43,1%	54,7	137,8	39,7%
Recettes non fiscales	9,5	14,6%	11,9	71,6	16,7%
Recettes ordinaires	135,3	39,9%	158,2	395,3	40,0%
Dépenses ordinaires	127,8	41,6%	154,0	353,9	43,5%
Dépenses de fonctionnement	102,4	40,5%	129,4	294,2	44,0%
Intérêt de la dette publique	12,4	33,3%	15,3	42,6	36,0%
Compensation	12,9	76,3%	9,2	17,1	53,8%
Investissement	36,1	36,0%	43,7	105,6	41,4%
Dépenses globales	153,1	37,6%	185,0	453,5	40,8%
Déficit budgétaire	- 17,7	28,6%	- 26,8	- 58,2	46,0%

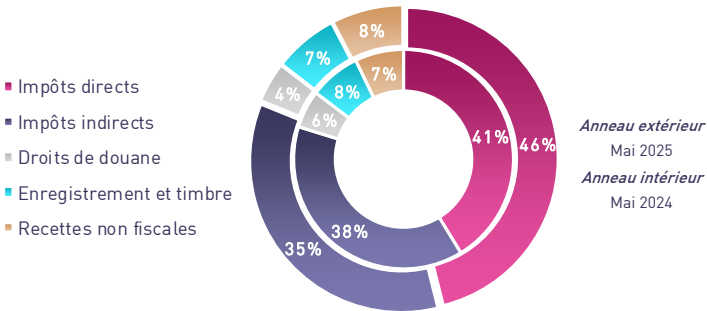
ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



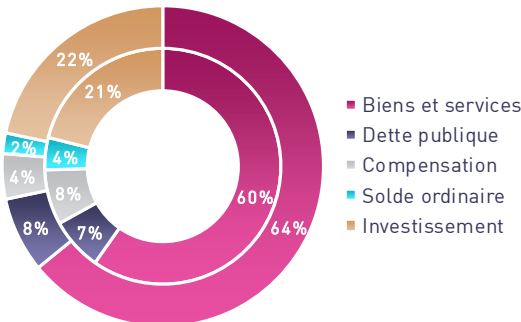
ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



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 L.oudghiri@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 khoulaja.ines@attijaribourse.com.tn Tunis	FINANCIAL ANALYST Ulдерic 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 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, 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.