

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | SEPTEMBRE 2025

UNE ACCÉLÉRATION VISIBLE DES DÉPENSES PUBLIQUES AU T3-25

- 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

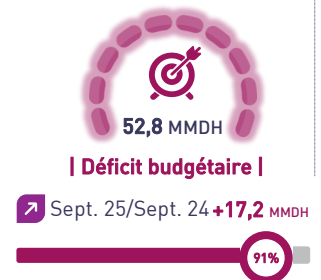
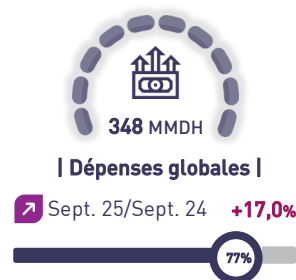
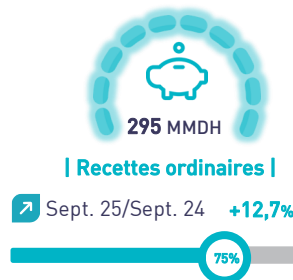


MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

21 NOVEMBRE
2025

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



VUE D'ENSEMBLE : CREUSEMENT DE PLUS DE 17 MMDH DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE AU T3-25

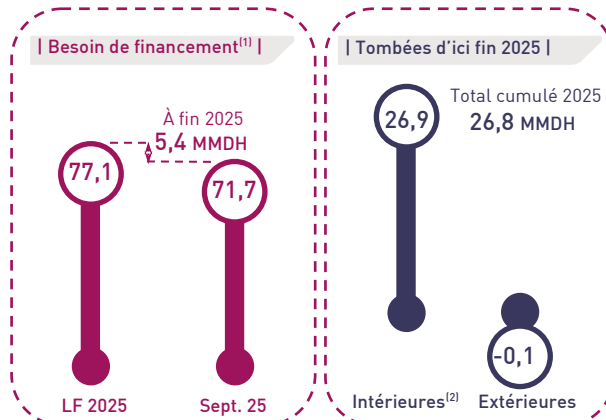
L'exécution budgétaire confirme un creusement visible du déficit à fin septembre 2025. Celui-ci s'établit à 52,8 MMDH, contre 35,6 MMDH un an auparavant, reflétant une progression des dépenses (+50,5 MMDH) supérieure à celle des recettes (+33,3 MMDH).

D'un côté, la dynamique fiscale reste robuste grâce à la performance de l'IS (+30,9%) et de l'IR (+16,8%) avec un taux de réalisation de 75% des prévisions de la LF 2025. Toutefois, les recettes non fiscales reculent (-1,9%), limitant partiellement l'effet de la hausse des autres sources de recettes fiscales.

Les dépenses ordinaires augmentent de 35,6 MMDH, tirées les dépenses de biens et services (+34,0 MMDH) et des intérêts de la dette (+6,7 MMDH). Les charges de compensation, quant à elles, se replient de -5,1 MMDH, grâce notamment au reflux des dépenses liées au butane, au sucre et à la farine.

La combinaison d'un solde ordinaire en repli et d'une accélération du budget d'investissement contribue à l'amplification du besoin de financement, qui atteint 71,7 MMDH, soit près du double du niveau observé en septembre 2024. Ce dernier a été financé à hauteur de 48% sur le marché international.

BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN BRUT MOYEN DU TRÉSOR MAÎTRISÉ À 5 MMDH



¹⁾ Déficit budgétaire incluant les arriérés du Trésor
²⁾ Données Salle des marchés Attijariwafa bank
³⁾ 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 | :



5,0 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 32,2 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 5,4 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2025 de 26,8 MMDH, dont 26,9 MMDH sur le marché intérieur et un excédent de 127 MDH sur le marché extérieur.

Selon la LF-25, l'argentier de l'État devrait couvrir 17,2 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur à fin 2025E.

Ainsi, le reliquat de 15,0 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 5,0 MMDH à fin septembre 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

À compter d'octobre 2025, nous relevons un recul de la liquidité institutionnelle sur le marché obligataire. À l'origine, le recours prononcé du Trésor aux financements innovants durant ce dernier trimestre afin de rattraper le faible taux de réalisation à fin septembre 2025 de 11% (3,8 MMH par rapport à un objectif de annuel de 35 MMDH). Parallèlement, la dynamique des levées sur le marché Actions et celui de la dette privée semblent aussi contribuer à cette situation.

Cet assèchement relatif de la liquidité a induit de légères tensions haussières sur les Taux. Néanmoins, nous croyons que ce mouvement demeure technique et limité dans le temps. La poursuite de la désinflation, les anticipations de normalisation du TD à MT et le retour des tombées du Trésor à des niveaux normatifs après le pic d'octobre devraient soutenir la tendance de fond baissière des Taux.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

Meryeme HADI

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

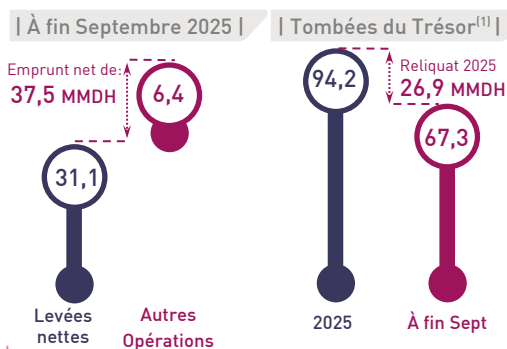
Lamyae OUDGHIRI

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

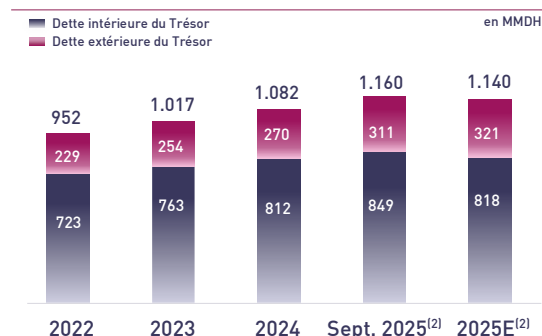


Attijari
Global Research

FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR



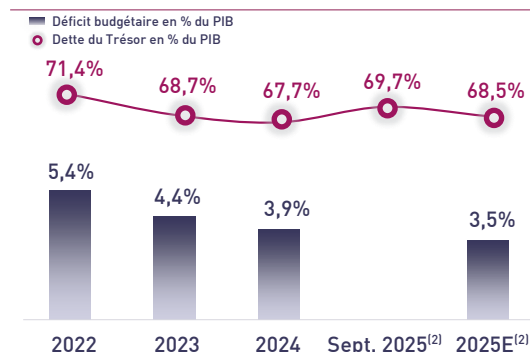
ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



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 1.140 MMDH contre 1.082 MMDH en 2024 :

- (1) La dette intérieure devrait atteindre 818 MMDH en 2025E, en hausse de +0,8% par rapport à son niveau à fin 2024 ;
- (2) La dette extérieure devrait augmenter de +19,1%, passant de 270 MMDH en 2024 à 321 MMDH en 2025E.

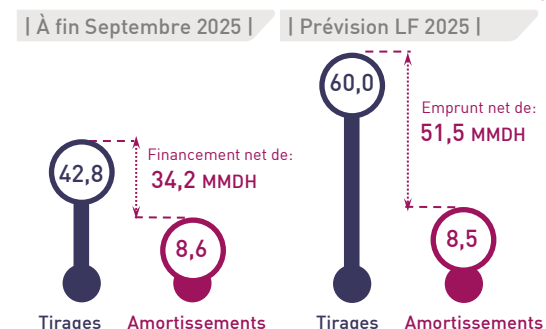
DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



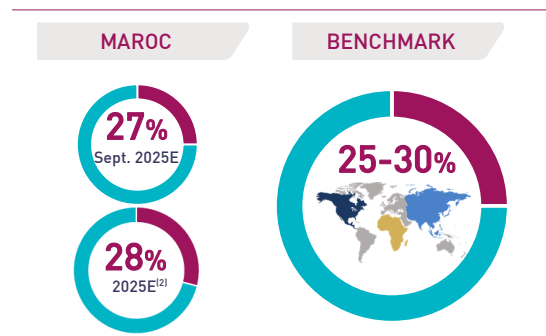
Tenant compte des prévisions de croissance de la LF pour l'année 2025E à 4,6%, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement autour des 68,5% en 2025E. Ce dernier se serait établi à 69,7% à fin septembre 2025E.

(2) Estimations AGR

FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR



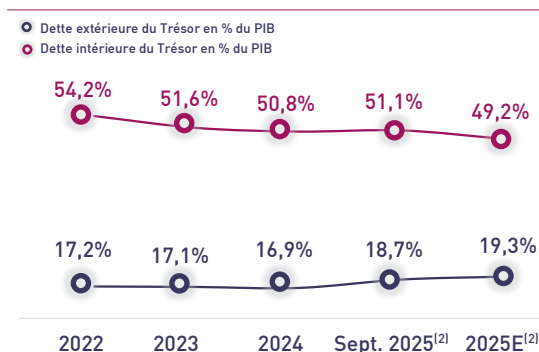
POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



Au terme du mois de septembre 2025, la dette globale aurait atteint 1.160 MMDH. La composante intérieure aurait atteint 849 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 septembre 2025. Celui-ci devrait toutefois atteindre 28% 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 51,1% en septembre 2025E et à 49,2% d'ici la fin de l'année 2025E.

Le taux d'endettement extérieur devrait s'accroître passant de 16,9% à fin 2024 à 19,3% en 2025E. Celui-ci se serait établi à 18,7% à fin septembre 2025E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



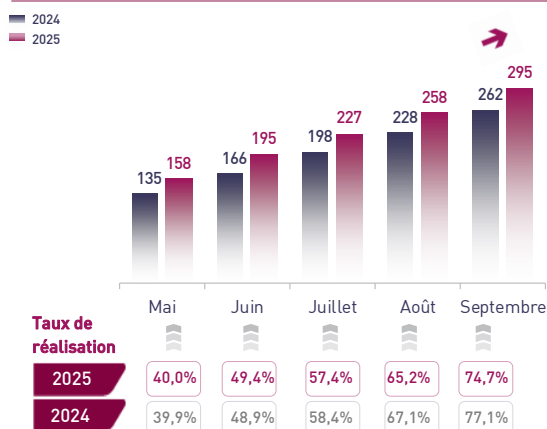
ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN SEPTEMBRE 2025

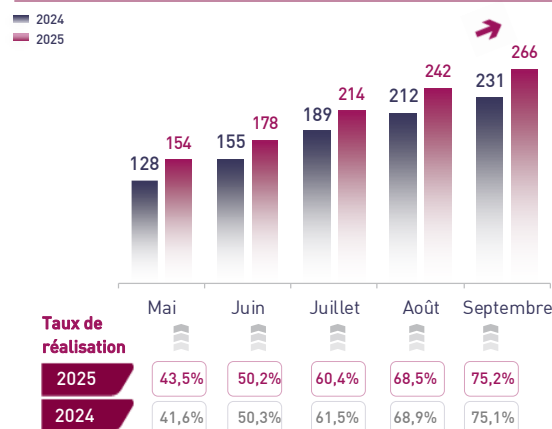
ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN SEPTEMBRE 2025 |

EN MMDH	Sept. 24	TR Sept. 24	Sept. 25	LF 2025	TR Sept. 25
Recettes fiscales	224,1	82,8%	258,1	320,1	80,6%
Impôts directs (IS+IR)	101,9	87,1%	126,8	139,3	91,0%
Impôts indirects (TVA+TIC)	92,9	78,2%	101,9	137,8	73,9%
Recettes non fiscales	34,1	52,3%	33,5	71,6	46,8%
Recettes ordinaires	261,9	77,1%	295,1	395,3	74,7%
Dépenses ordinaires	230,6	75,1%	266,2	353,9	75,2%
Dépenses de fonctionnement	182,6	72,2%	216,5	294,2	73,6%
Intérêt de la dette publique	28,4	76,2%	35,1	42,6	82,3%
Compensation	19,7	116,1%	14,6	17,1	85,1%
Investissement	70,7	70,4%	73,0	105,6	69,2%
Dépenses globales	297,4	73,0%	347,9	453,5	76,7%
Déficit budgétaire	- 35,6	57,4%	- 52,8	- 58,2	90,6%

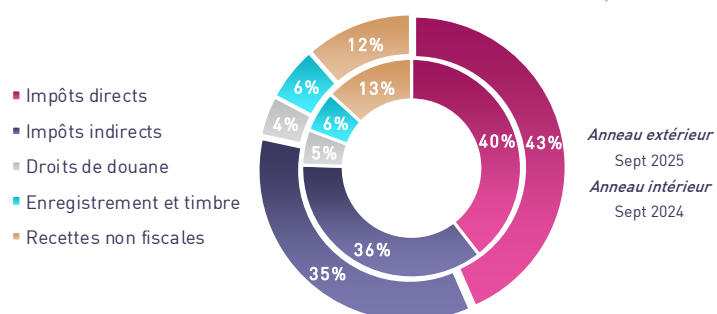
ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



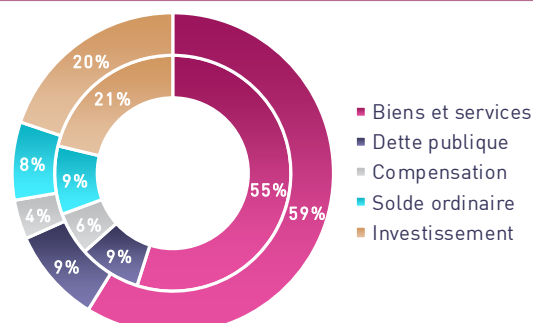
ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



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 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.