

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | OCTOBRE 2025

## LES FINANCEMENTS INNOVANTS AU CHEVET DES RECETTES BUDGÉTAIRES

- 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

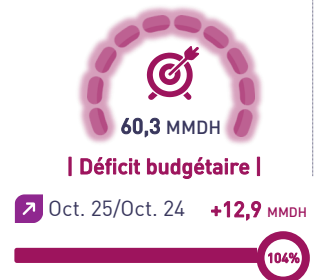
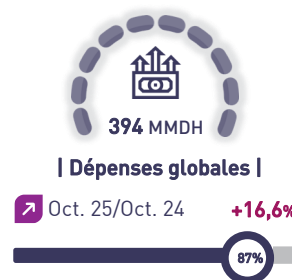


# MONTHLY BUDGET FOCUS

## FIXED INCOME

25 NOVEMBRE  
2025

### TAUX DE RÉALISATION PAR RAPPORT À LA LF 2025 | À FIN OCTOBRE 2025 |



### VUE D'ENSEMBLE : DÉPASSEMENT DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE PRÉVU EN 2025E

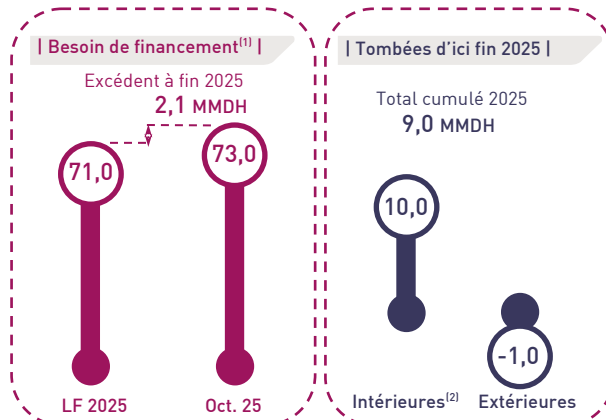
Au terme du mois d'octobre 2025, le déficit budgétaire s'établit à 60,3 MMDH, dépassant ainsi le niveau prévu par la LF-2025 à 58,2 MMDH. Ce rythme d'exécution traduit un taux de réalisation important au niveau des dépenses globales de l'Etat à fin octobre 2025. Ces dernières ont affiché une hausse de +16,6%, soit un taux d'exécution de 87% contre 83% une année auparavant. À l'origine, une combinaison des augmentations des dépenses de «Biens & Services» de +39,5 MMDH, des intérêts de la dette de +7,3 MMDH et des dépenses d'investissement de +6,6 MMDH.

Parallèlement, les recettes ordinaires ont enregistré

une hausse de +14,9%, soit un taux de réalisation de 85% par rapport aux prévisions de la LF-25. Cette évolution positive s'explique par la bonne tenue des recettes fiscales, à savoir les recettes IS, IR et TVA. De même, les financements innovants ont dépassé les 18 MMDH à fin octobre 2025, en hausse de +15,0 MMDH en un mois.

Le solde ordinaire ressort ainsi à +36,1 MMDH, soit un de ses plus hauts historiques annuels. Le besoin de financement s'établit à 73,0 MMDH au mois d'octobre 2025, dont 54% couvert par des ressources intérieures.

### BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN BRUT MOYEN DU TRÉSOR FAIBLE À 1,0 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

4) Sous l'hypothèse d'une réalisation de 80% des financements extérieurs prévus par la LF-25

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



**| Couverture du besoin du Trésor à fin 2025 | :**



### 1,0 MMDH FINANCEMENT INTÉRIEUR BRUT FUTUR<sup>(3)</sup>/MOIS

Selon nos estimations, le besoin de financement brut du Trésor d'ici la fin de l'année 2025 devrait s'établir à 6,9 MMDH. Celui-ci est calculé comme suit :

- (1) Un excédent de financement du déficit budgétaire ainsi que les arriérés du Trésor, estimés par la LF 2025 à 2,1 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2025 de 9,0 MMDH, dont 10,0 MMDH sur le marché intérieur et un excédent de 1,0 MMDH sur le marché extérieur.

Sous l'hypothèse d'une réalisation de 80% des financements extérieurs prévus par la LF-25 à 60 MMDH, soit 48 MMDH, l'argentier de l'État devrait couvrir 4,8 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur à fin 2025E.

Ainsi, le reliquat de 2,1 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 1,0 MMDH à fin octobre 2025, un niveau très faible qui ne devrait induire aucune pression sur les Taux sur le marché obligataire.

### AVIS D'EXPERT

*Le recours au marché intérieur constitue toujours une manne financière importante pour satisfaire le besoin budgétaire du Trésor durant l'année 2025. Initialement prévue à près de 11% du besoin global du financement de l'État, la part du marché intérieur a dépassé les 50% en octobre 2025. De plus, nous relevons un intérêt marqué des investisseurs envers le papier neuf de l'État. En effet, la Demande a dépassé les 38 MMDH en novembre 2025, un plus haut depuis juillet 2024, satisfaite à hauteur de seulement 40%.*

*Rappelons que les tirages extérieurs se sont établis à 43 MMDH à fin octobre 2025 contre 60 MMDH prévus par la LF-2025, soit un taux de réalisation de 72%. Ces derniers tirent avantage d'une part, de la sortie à l'international du Trésor en mars dernier ainsi que du relèvement de la notation du Maroc par S&P « Investment Grade » en septembre 2025.*

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

**Meryeme HADI**

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

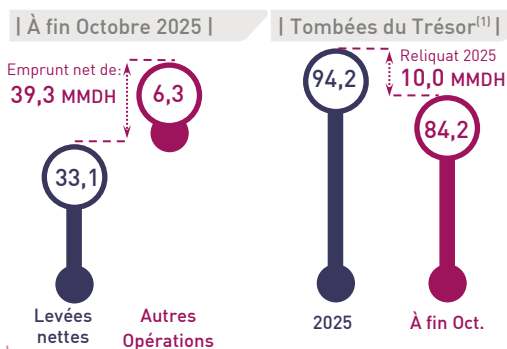
**Lamyae OUDGHIRI**

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



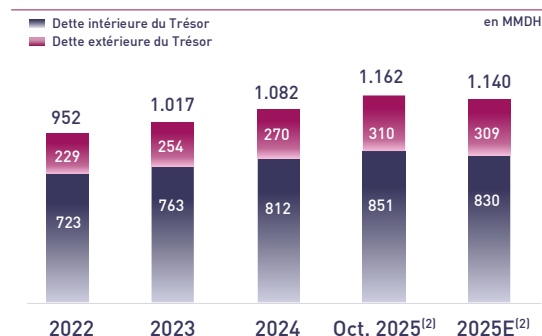
**Attijari  
Global Research**

## FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR



(1) Incluant les échanges de BDT

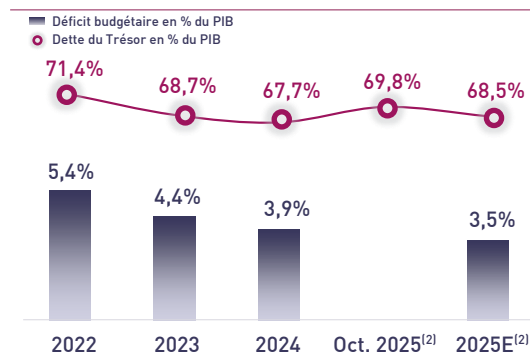
## ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



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 1.140 MMDH contre 1.082 MMDH en 2024. Sous l'hypothèse d'une réalisation de 80% des financements extérieurs prévus par la LF-25 à 60 MMDH, soit 48 MMDH :

- (1) La dette intérieure devrait atteindre 830 MMDH en 2025E, en hausse de +2,3% par rapport à son niveau à fin 2024 ;
- (2) La dette extérieure devrait augmenter de +14,7%, passant de 270 MMDH en 2024 à 309 MMDH en 2025E.

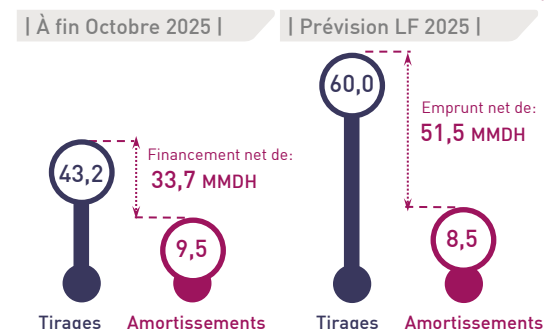
## DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



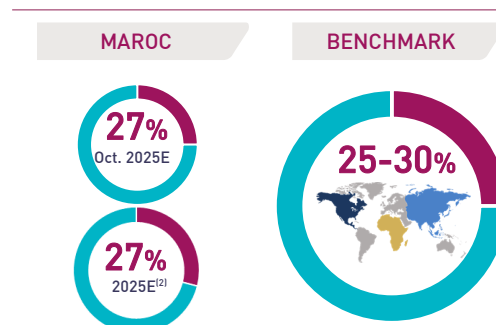
Tenant compte des prévisions de croissance de la LF pour l'année 2025E à 4,6%, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement autour des 68,5% en 2025E. Ce dernier se serait établi à 69,8% à fin octobre 2025E.

(2) Estimations AGR

## FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR



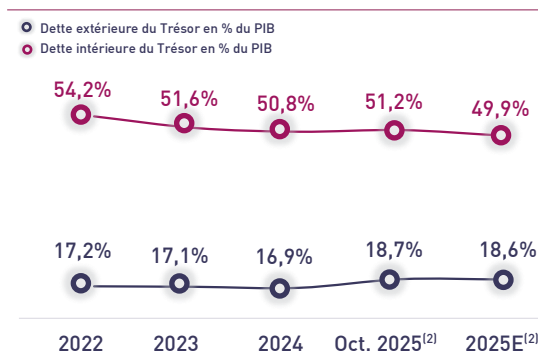
## POIDS DE LA DETTE EXTÉRIEURE DU TRÉSOR



Au terme du mois d'octobre 2025, la dette globale aurait atteint 1.162 MMDH. La composante intérieure aurait atteint 851 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure se serait établie à 310 MMDH.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait se stabiliser à 27% à fin octobre 2025. Celui-ci devrait se maintenir au même niveau jusqu'à fin 2025E. 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 51,2% en octobre 2025E et à 49,9% d'ici la fin de l'année 2025E.

Le taux d'endettement extérieur devrait s'accroître passant de 16,9% à fin 2024 à 18,6% en 2025E. Celui-ci se serait établi à 18,7% à fin octobre 2025E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs &amp; Estimations AGR





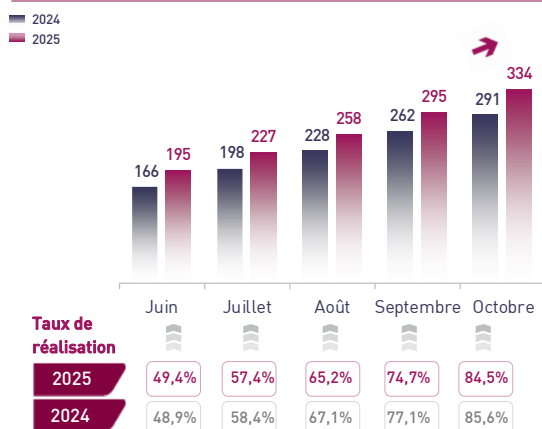
# ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN OCTOBRE 2025

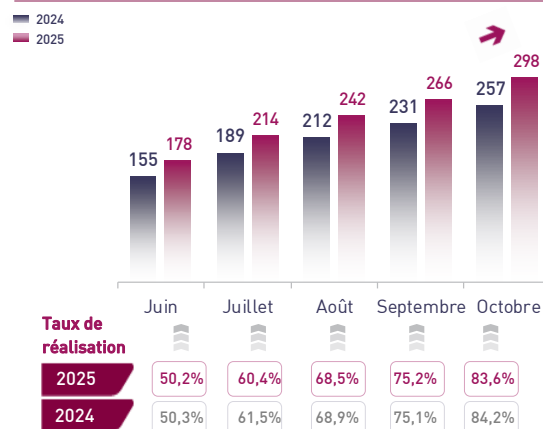
## ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN OCTOBRE 2025 |

EN MMDH	Oct. 24	TR Oct. 24	Oct. 25	LF 2025	TR Oct. 25
<b>Recettes fiscales</b>	243,8	90,0%	280,8	320,1	87,7%
Impôts directs (IS+IR)	108,9	93,1%	134,0	139,3	96,2%
Impôts indirects (TVA+TIC)	102,2	86,0%	113,3	137,8	82,3%
<b>Recettes non fiscales</b>	43,1	66,0%	49,4	71,6	69,0%
<b>Recettes ordinaires</b>	290,8	85,6%	334,1	395,3	84,5%
<b>Dépenses ordinaires</b>	256,7	83,6%	298,0	353,9	84,2%
Dépenses de fonctionnement	204,5	80,9%	244,0	294,2	83,0%
Intérêt de la dette publique	30,8	82,7%	38,1	42,6	89,3%
Compensation	21,4	126,2%	16,0	17,1	93,1%
<b>Investissement</b>	79,6	79,2%	86,2	105,6	81,6%
<b>Dépenses globales</b>	338,1	83,0%	394,4	453,5	87,0%
<b>Déficit budgétaire</b>	- 47,4	76,5%	- 60,3	- 58,2	103,6%

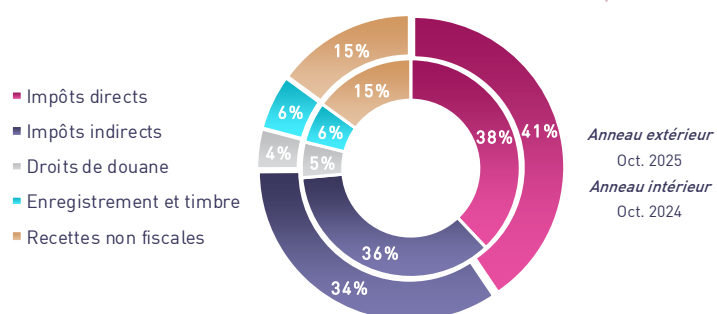
## ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



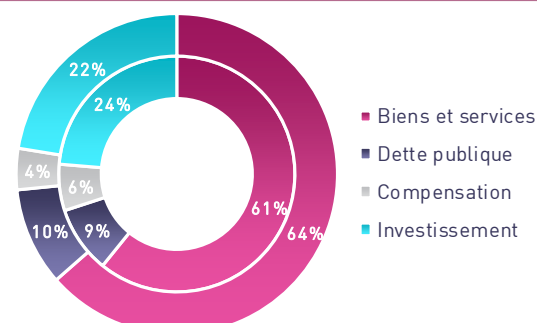
## ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



## 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

<b>DIRECTEUR STRATÉGIE</b> Taha Jaidi +212 5 29 03 68 23 t.jaidi@attijari.ma Casablanca	<b>DIRECTEUR ÉCONOMIE</b> Abdelaziz Lahlou +212 5 29 03 68 37 ab.lahlou@attijari.ma Casablanca	<b>DIRECTEUR ACTIVITÉS DE MARCHÉ</b> Lamyae Oudghiri +212 5 29 03 68 18 Loudghiri@attijari.ma Casablanca	<b>SENIOR MANAGER</b> Maria Iraqi +212 5 29 03 68 01 m.iraqui@attijari.ma Casablanca
<b>SENIOR ASSOCIATE</b> Mahat Zerhouni +212 5 29 03 68 16 m.zerhouni@attijari.ma Casablanca	<b>SENIOR ASSOCIATE</b> Meryeme Hadi +212 529 03 68 19 m.hadi@attijari.ma Casablanca	<b>SENIOR ASSOCIATE</b> Walid Kabbaj +212 5 22 49 14 82 w.kabbaj@attijari.ma Casablanca	<b>INVESTOR RELATIONS ANALYST</b> Nisrine Jamali +212 5 22 49 14 82 n.jamali@attijari.ma Casablanca
<b>FINANCIAL ANALYST</b> Anass Drif +212 5 22 49 14 82 a.drif@attijari.ma Casablanca	<b>SENIOR ANALYST</b> Inès Khouaja +216 31 34 13 10 khouaja.ines@attijaribourse.com.tn Tunis	<b>FINANCIAL ANALYST</b> 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@aattijariwafa.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.