

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | NOVEMBRE 2025

UN ATTERRISSAGE **TENDU** DES FINANCES PUBLIQUES À FIN 2025

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

06 JANVIER
2026

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



| Recettes ordinaires |

↗ Nov. 25/Nov. 24 +13,4%



| Dépenses globales |

↗ Nov. 25/Nov. 24 +17,3%



| Déficit budgétaire |

↗ Nov. 25/Nov. 24 +20,9 MMDH

VUE D'ENSEMBLE : UN DÉPASSEMENT DE PLUS DE 20% DU DÉFICIT PRÉVU PAR LA LF 2025

À l'analyse de la situation des Charges & Ressources du Trésor du mois de novembre, nous relevons la poursuite de l'amélioration des recettes ordinaires, affichant un taux de réalisation de 91%. À l'origine, deux leviers. D'une part, le bon comportement des recettes fiscales. L'IS et l'IR ont augmenté de +16,9 MMDH et +7,7 MMDH respectivement sur une année. D'autre part, les financements innovants s'élèvent à 19,6 MMDH, soit plus de 55% des prévisions de la LF-25 (35 MMDH).

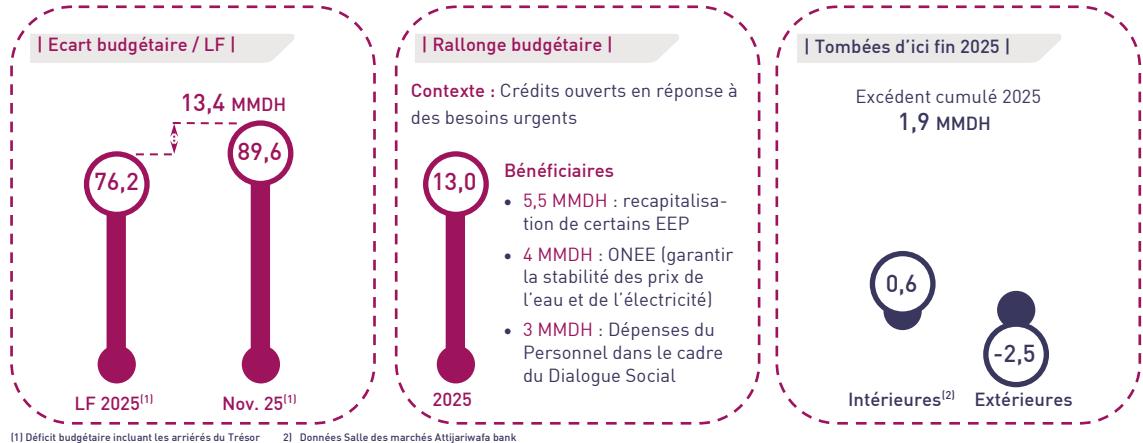
Les dépenses globales du Trésor ont augmenté de plus de 63 MMDH, soit un taux de réalisation de 93%. Plus en détails, les dépenses en termes de Biens et Services

continuent de peser sur le Budget avec une hausse de 40 MMDH sur une année. Le rythme d'exécution des dépenses d'investissement s'accélère pour dépasser les 100 MMDH, soit 95% de la prévision de la LF-25.

Le déficit budgétaire s'est creusé sur une année de 20,9 MMDH à 71,6 MMDH à fin novembre 2025, contre une estimation de la LF-25 de 58,2 MMDH. Il s'agit d'un dépassement de 13,3 MMDH.

Tenant compte des arriérés du Trésor de 18,0 MMDH, le besoin de financement ressort à 89,6 MMDH, couvert à hauteur de 63% sur le marché intérieur.

BESOIN DU TRÉSOR : UN FAIBLE BESOIN DU TRÉSOR EN FIN D'ANNÉE 2025



À fin novembre 2025, le besoin de financement initialement prévu par la LF-25 à 76,2 MMDH a été dépassé de plus de 13 MMDH à 89,6 MMDH. Cet écart a été majoritairement compensé par l'ouverture de crédits supplémentaires à hauteur de 13 MMDH au niveau du Budget de l'État, tout en gardant maîtrisés les besoins de financement du Trésor à fin 2025.

Cette rallonge budgétaire, rendue possible grâce à la bonne tenue des recettes fiscales, vise à couvrir des besoins urgents et prioritaires. Il s'agit de

- 5,5 MMDH pour la recapitalisation de plusieurs EEP afin de soutenir leurs projets stratégiques ;

- 4,0 MMDH pour soutenir l'ONEE et stabiliser les tarifs ;
- 3 MMDH pour honorer les engagements du dialogue social liés aux dépenses de personnel.

Par ailleurs, les tombées intérieures et extérieures prévues d'ici la fin de l'année 2025 dégageraient une trésorerie positive net d'environ 2 MMDH, permettant d'atténuer le recours à un financement additionnel.

Dans l'ensemble, cette actualisation du Budget ne devrait pas modifier l'équilibre attendu en fin d'exercice, et maintiendrait le besoin mensuel du Trésor à un niveau très faible.

AVIS D'EXPERT

La fin d'année 2025 est marquée par une situation excédentaire du Trésor, reflétant une bonne maîtrise des besoins de financement. En effet, le Trésor continue de se financer sur le marché domestique et ce, sans exercer de grandes pressions sur les Taux. Cette situation se traduit par deux constats. D'une part, l'organisation d'une opération de rachat de BDT en décembre 2025 d'un montant de 11 MMDH. D'autre part, le relèvement des placements du Trésor sur le marché monétaire, soit une moyenne supérieure à 10 MMDH durant la même période.

L'orientation accommodante de Bank Al-Maghrib continue de soutenir les conditions de financement sur le marché local. La décision de maintenir le TD inchangé intervient dans un contexte marqué à la fois par une désinflation progressive et une croissance économique solide (Cf. Taux Directeur - Décembre 2025).

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

Meryeme HADI

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

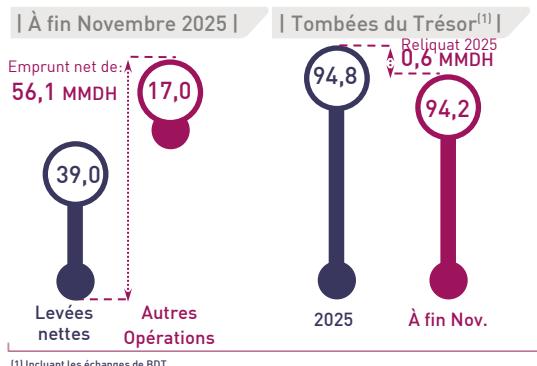
Lamyae OUDGHIRI

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

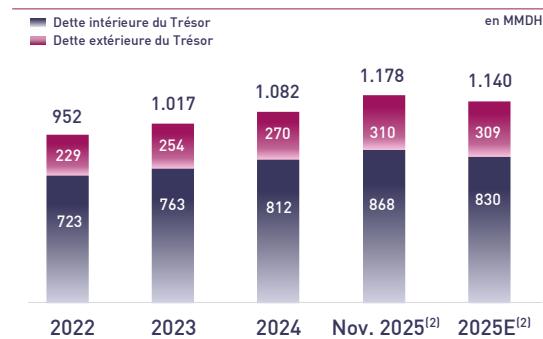


Attijari
Global Research

FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR



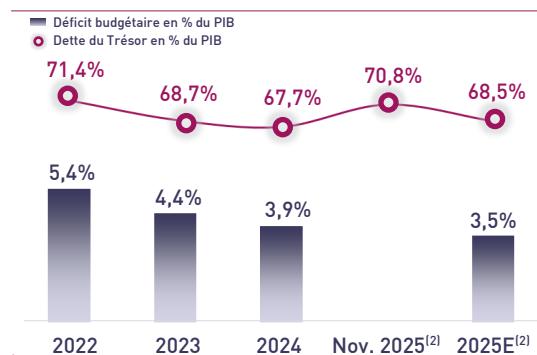
ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



À la lumière des dernières actualisations de la LF 2025, le Trésor devrait maîtriser son déficit en 2025E à 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.

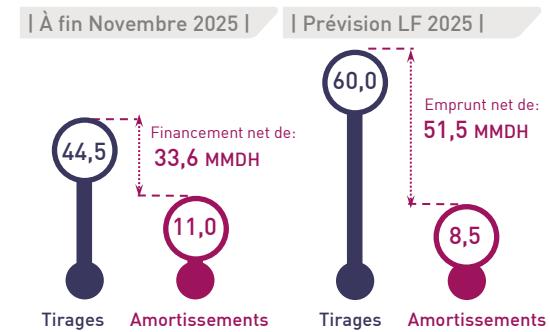
DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



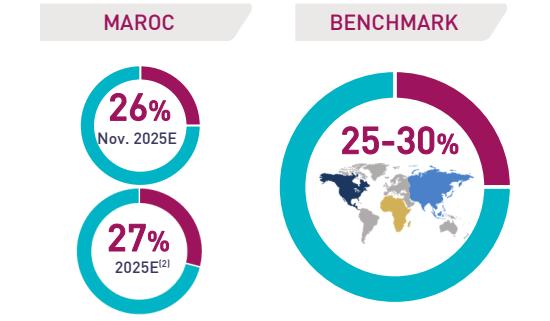
Tenant compte des dernières prévisions de croissance de la LF pour l'année 2025E à 4,8%, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement autour des 68,5% en 2025E. Ce dernier se serait établi à plus de 70% à fin novembre 2025E.

(2) Estimations AGR

FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR



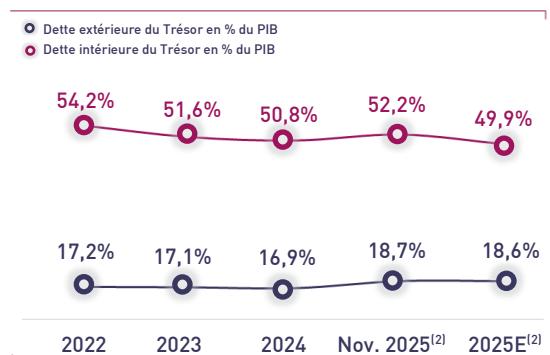
POIDS DE LA DETTE EXTÉRIEURE DU TRÉSOR



Au terme du mois de novembre 2025, la dette globale aurait atteint 1.178 MMDH. La composante intérieure aurait atteint 868 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 reculer à 26% à fin novembre 2025. Celui-ci devrait atteindre 27% 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 52,2% en novembre 2025E et à 49,9% d'ici la fin de l'année 2025E.

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



ANNEXES

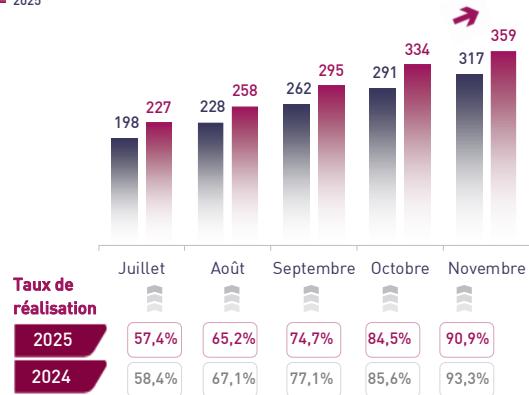
DONNÉES ARRÊTÉES À FIN NOVEMBRE 2025

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

	Nov. 24	»»»	TR Nov. 24	»»»	Nov. 25	»»»	LF 2025	»»»	TR Nov. 25
EN MMDH									
Recettes fiscales	263,8		97,4%		301,9		320,1		94,3%
Impôts directs (IS+IR)	115,3		98,6%		140,4		139,3		100,8%
Impôts indirects (TVA+TIC)	113,0		95,1%		125,0		137,8		90,7%
Recettes non fiscales	48,8		74,7%		53,2		71,6		74,3%
Recettes ordinaires	316,7		93,3%		359,3		395,3		90,9%
Dépenses ordinaires	279,3		91,0%		319,3		353,9		90,2%
Dépenses de fonctionnement	223,2		88,3%		262,7		294,2		89,3%
Intérêt de la dette publique	32,8		88,0%		39,6		42,6		93,0%
Compensation	23,3		137,3%		17,0		17,1		99,4%
Investissement	85,9		85,5%		100,4		105,6		95,1%
Dépenses globales	367,5		90,2%		430,9		453,5		95,0%
Déficit budgétaire	- 50,8		81,9%		- 71,6		- 58,2		123,0%

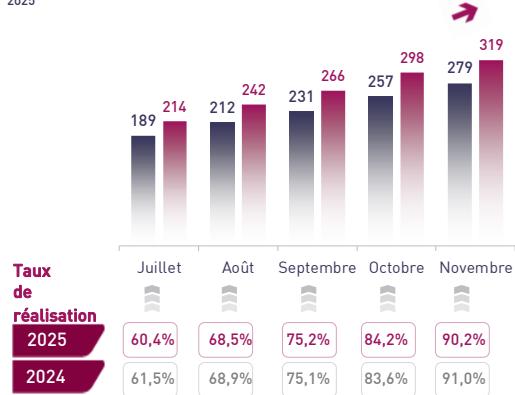
ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES

■ 2024
■ 2025



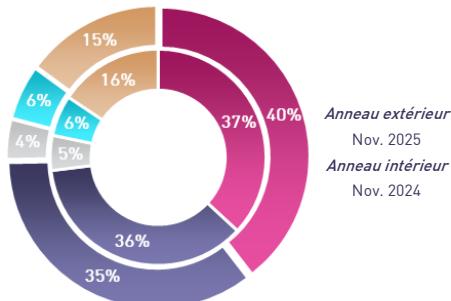
ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES

■ 2024
■ 2025



ANNEXE 4 : RÉPARTITION DES RECETTES DU TRÉSOR

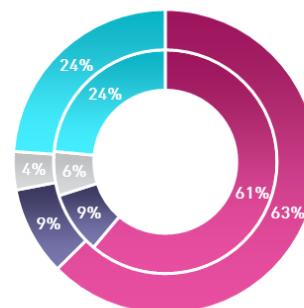
- Impôts directs
- Impôts indirects
- Droits de douane
- Enregistrement et timbre
- Recettes non fiscales



Anneau extérieur
Nov. 2025
Anneau intérieur
Nov. 2024

ANNEXE 5 : RÉPARTITION DES DÉPENSES DU TRÉSOR

- Biens et services
- Dette publique
- Compensation
- Investissement



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 5 29 03 68 19 m.hadi@attijari.ma Casablanca	SENIOR ASSOCIATE Walid Kabbaj +212 5 22 49 14 82 w.kabbaj@attijari.ma Casablanca	ANALYST UEMOA Oussama Boutabaa +212 5 22 49 14 82 o.boutabaa@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.aloui@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	Mehdi Benchekroun +212 5 29 03 68 14 m.benchekroun@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.benromdhan@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.alauim@attijariwafa.com	Dalal Tahoune +212 5 22 42 87 07 d.tahoune@attijariwafa.com
--	---	---	---

ÉGYPTE

Ahmed Darwish +20 127 755 90 13 ahmed.mdarwish@attijariwafa.com.eg	Mehdi Belhabib +216 71 80 29 22 mehdi.belhabib@attijaribank.com.tn	Sherif Reda +971 50 560 8865 sreda@attijari-me.com	Abid Halim +225 20 20 01 55 abid.halim@sib.ci
--	--	--	---

EUROPE

Youssef Hansali +33 1 81 69 79 45 y.hansali@attijariwafa.net
--

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 aucun cas 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 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, repérer 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.



Attijari
Global Research