

# RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | DÉCEMBRE 2025

## TRÉSOR : UN RECOURS PLUS IMPORTANT QUE PRÉVU AU MARCHÉ DOMESTIQUE EN 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

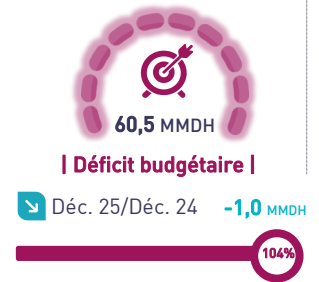
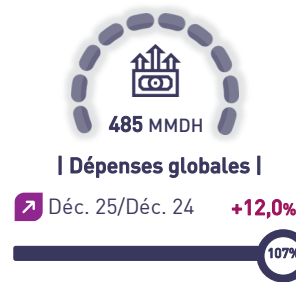
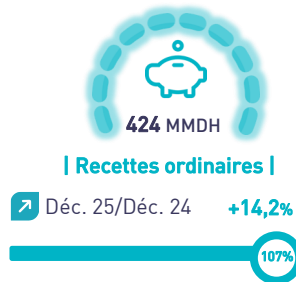


# MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

04 FÉVRIER  
2026

## Taux de réalisation par rapport à la LF 2025 | À fin décembre 2025 |



## VUE D'ENSEMBLE : UN DÉFICIT EN COHÉRENCE AVEC LES PRÉVISIONS DE LA LF-25

L'année 2025 s'achève par un déficit budgétaire de 60,5 MMDH soit 3,5% du PIB, globalement en ligne avec les prévisions de la LF-25 à 58,2 MMDH.

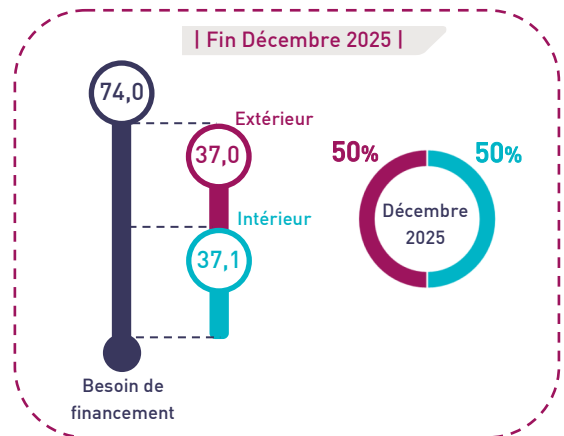
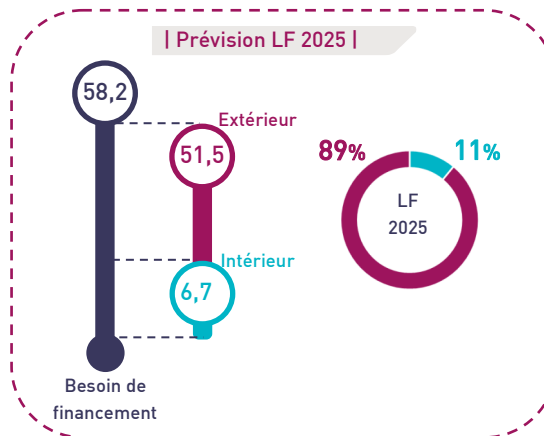
D'un côté, le taux d'exécution des recettes ordinaires s'est situé à 107%, en lien avec le bon comportement des recettes fiscales et non fiscales. À l'origine, les recettes IS-IR dont les taux de réalisation respectifs ont atteint 125% et 107%, suivies des recettes relatives aux financements innovants qui ont dépassé les 40,0 MMDH à fin 2025, contre une prévision de 35,0 MMDH de la LF-25. La TVA a également généré 8,3 MMDH supplémentaires par rapport à 2024.

Par ailleurs, le taux de réalisation des dépenses a été maîtrisé à 107%, malgré la charge importante des Biens et Services, en hausse de +39,2 MMDH en une année. À l'origine, la nette contraction de la charge de compensation de -7,6 MMDH en 2025.

À cet effet, le solde ordinaire dépasse nettement les prévisions de la LF-25 de 34,1 MMDH, à plus de 75 MMDH en 2025 contre 61,8 MMDH en 2024.

Au final, l'effort d'investissement s'est poursuivi en 2025. Les dépenses d'investissement ont dépassé les 125 MMDH, en hausse de +19,8 MMDH par rapport à la LF-25 et de près de 8,0 MMDH par rapport à 2024.

## BESOIN DU TRÉSOR : LE MARCHÉ INTÉRIEUR SATISFAIT LA MOITIÉ DU BESOIN DU TRÉSOR



À fin 2025, le besoin de financement net du Trésor s'est établi à 74,0 MMDH contre une estimation de la LF-25 de 58,2 MMDH, soit un dépassement de +15,8 MMDH. Celui-ci a été financé comme suit :

- (1) Le financement intérieur du Trésor ressort à 37,1 MMDH à fin 2025 contre une prévision de 6,7 MMDH pour la LF-25, soit un taux de réalisation de 5,5x ;
- (2) Le financement extérieur net du Trésor ressort à 37,0 MMDH à fin 2025 contre une prévision de 51,5 MMDH pour la LF-25, soit un taux de réalisation de 72%.

Ces évolutions contrastées par rapport aux prévisions de la LF-25 se sont reflétées sur la répartition du besoin du Trésor entre financement intérieur et extérieur en 2025.

À fin décembre 2025, le recours du Trésor au marché de la dette intérieure a été plus important que prévu. Le marché domestique s'est accaparé la moitié de son besoin annuel face à une estimation de seulement 11% de la LF-25. Ce décalage a été visible au niveau des financements extérieurs nets qui n'ont représenté que 50% en 2025 contre 89% estimés par la LF-25.

## AVIS D'EXPERT : DÉTENTE DES TAUX À FIN 2025 MALGRÉ UNE PRESSION VISIBLE AU T4-25

*Les Taux obligataires au Maroc ont connu une correction haussière au cours du T4-25, atteignant des plus hauts depuis le T2-25. À l'origine, la prolongation, peu anticipée, de la pause monétaire de BAM durant le S2-25 et des arbitrages des investisseurs institutionnels vers des actifs plus rémunérateurs. Une tendance soutenue par l'accélération de l'exécution des financements innovants dont les rendements sont attractifs. En effet, le Trésor a réalisé plus de 20 MMDH d'opérations de financements innovants sur seulement le mois de décembre, dépassant ainsi les 40 MMDH en 2025, contre une prévision de 35 MMDH de la LF-25.*

*Sur l'ensemble de l'année 2025, l'évolution des Taux demeure globalement baissière. Celle-ci est soutenue par le reflux des tensions inflationnistes et la maîtrise des besoins de financement. D'une part, l'inflation ressort à 0,8% en 2025 contre 1,0% en 2024. D'autre part, la diversification des sources de financement à travers la dernière sortie à l'international de 2,0 MM€ a permis de limiter l'offre en BDT locale en 2025.*

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

Meryeme HADI

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

Lamyae OUDGHIRI

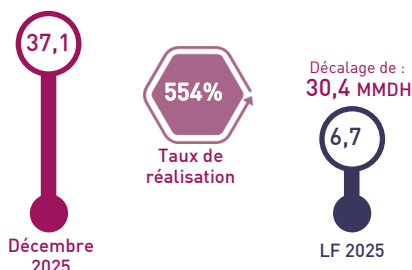
Directeur Activités de Marché  
+212 529 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma



Attijari  
Global Research

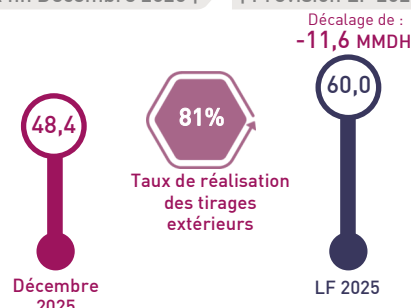
## FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin Décembre 2025 | | Préviation LF 2025 |

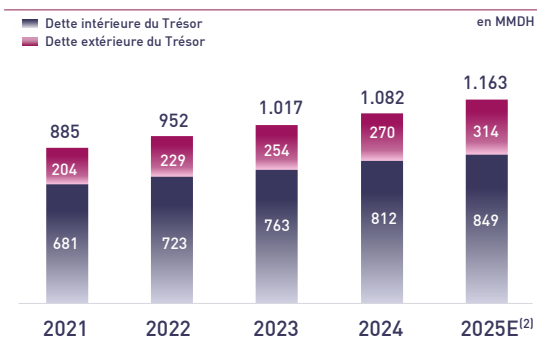


## FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin Décembre 2025 | | Préviation LF 2025 |



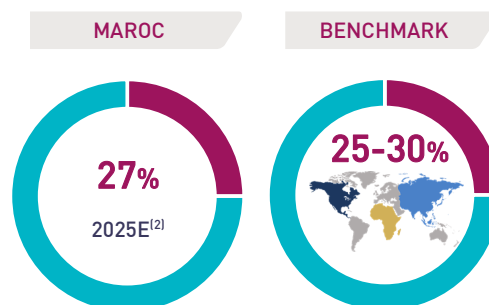
## ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



À la lumière des évolutions des postes budgétaires à fin 2025, le Trésor a réussi à maîtriser son déficit budgétaire légèrement au-dessus de la prévision initiale de la LF-25, soit 60,5 MMDH. À ce titre, la dette du Trésor aurait atteint 1.163 MMDH fin 2025E, contre 1.082 MMDH en 2024. Plus en détails :

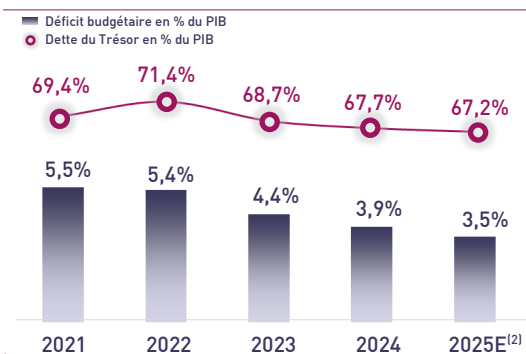
- (1) La dette intérieure aurait atteint 849 MMDH en 2025E, en hausse de +4,6% par rapport à 2024 ;
- (2) La dette extérieure aurait augmenté de +16,3%, passant de 254 MMDH en 2024 à 314 MMDH en 2025E, sous l'effet de la poursuite de l'orientation du Trésor vers le marché extérieur en 2025.

## POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



Au vu du décalage entre le niveau des financements extérieurs et celui prévu par la LF-25, soit de 48,4 MMDH contre 60,0 MMDH prévus par la LF-25, la part de la dette extérieure n'a pas dépassé les 27% de la dette globale du Trésor en 2025E, contre 24,9% en 2024 et une moyenne de 24,0% durant la période 2020-2023. Au final, le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor en 2025E demeure en ligne avec son Benchmark de référence. Celui-ci s'établit à 25%-75% entre endettement extérieur et intérieur.

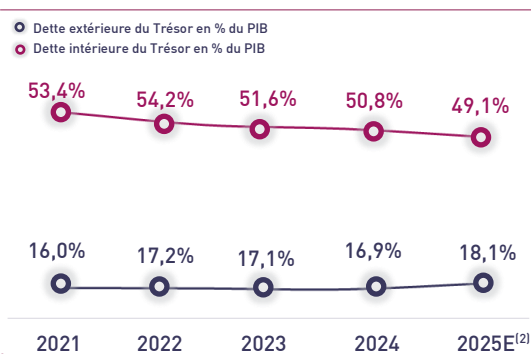
## DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



Le bon comportement des recettes, tant fiscales que non fiscales, conjugué à l'activation des financements innovants, a permis d'accélérer l'effort d'investissement de l'État dans certains projets structurants et de couvrir les dépenses exceptionnelles relatives aux mesures prises par l'État pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages et l'activité économique. À cet effet, le Trésor a pu maîtriser son déficit budgétaire à 3,5% du PIB, tout en maintenant la trajectoire baissière de son endettement en 2025E.

(2) Estimations AGR

## ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



À ce titre, l'endettement total du Trésor, rapporté au PIB, aurait atteint 67,2% en 2025E contre 67,7% en 2024. L'endettement intérieur aurait, à son tour, reculé passant de 50,8% en 2024 à 49,1% en 2025E. Pour sa part, le taux d'endettement extérieur aurait avancé à 18,1% en 2025E, contre 16,9% en 2024.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



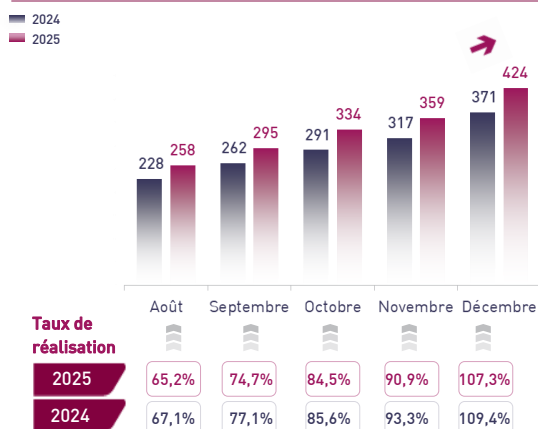
# ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN DÉCEMBRE 2025

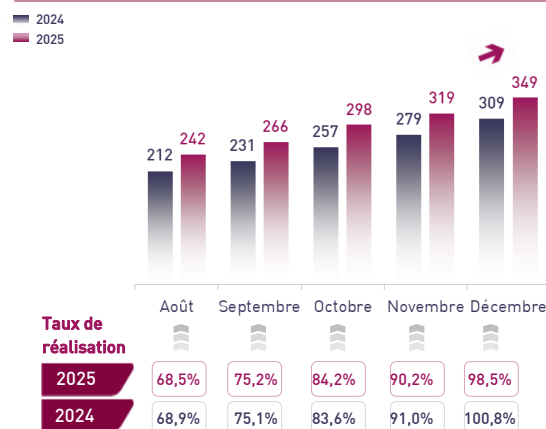
## ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN DÉCEMBRE 2025 |

EN MMDH	Déc. -24	TR Déc. -24	Déc. - 25	LF 2025	TR Déc. - 25
<b>Recettes fiscales</b>	298,3	110,2%	342,1	320,1	106,9%
Impôts directs (IS+IR)	135,7	116,0%	161,9	139,3	116,2%
Impôts indirects (TVA+TIC)	125,8	105,8%	139,2	137,8	101,0%
<b>Recettes non fiscales</b>	68,3	104,7%	77,6	71,6	108,4%
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>371,3</b>	<b>109,4%</b>	<b>424,2</b>	<b>395,3</b>	<b>107,3%</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	309,5	100,8%	348,7	353,9	98,5%
Dépenses de fonctionnement	250,3	99,0%	289,5	294,2	98,4%
Intérêt de la dette publique	33,9	91,0%	41,5	42,6	97,3%
Compensation	25,3	149,4%	17,7	17,1	103,5%
<b>Investissement</b>	117,5	117,0%	125,3	105,6	118,7%
<b>Dépenses globales</b>	<b>432,8</b>	<b>106,2%</b>	<b>484,7</b>	<b>453,5</b>	<b>106,9%</b>
<b>Déficit budgétaire</b>	<b>-61,5</b>	<b>99,2%</b>	<b>-60,5</b>	<b>-58,2</b>	<b>103,9%</b>

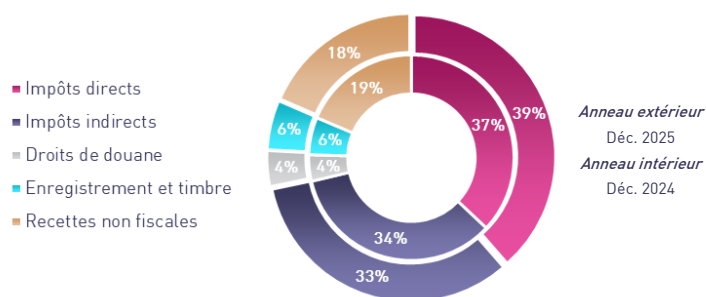
## ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



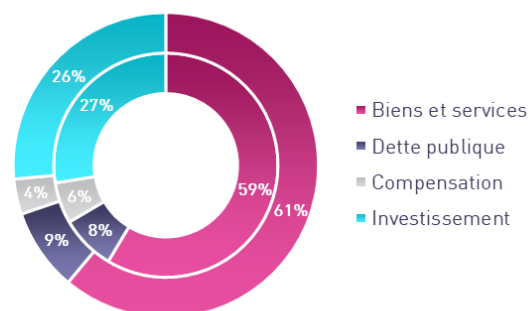
## ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



## 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

## 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.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

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 ses 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'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 pourra entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

### ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différents 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.

