

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | FÉVRIER 2026

DANS L'ATTENTE DE L'ACTIVATION DES TIRAGES **EXTÉRIEURS** EN 2026E

- 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

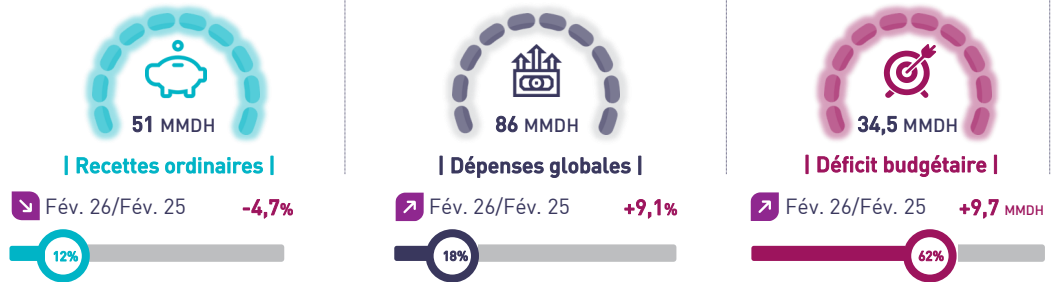


MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

31 MARS
2026

Taux de réalisation par rapport à la LF 2026 | À fin février 2026 |



VUE D'ENSEMBLE : LA POURSUITE DU RECOURS QUASI-EXCLUSIF AU MARCHÉ INTÉRIEUR

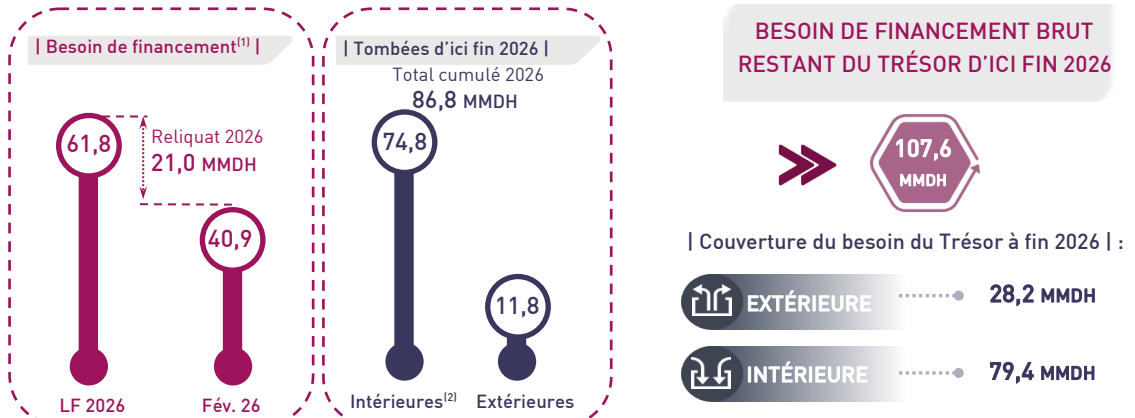
À fin février 2026, l'État affiche un déficit budgétaire à 34,5 MMDH, en creusement de 10 MMDH en une année. À l'origine, une hausse importante des dépenses globales de +9,1% (+7 MMDH). Cette évolution recouvre principalement une hausse des dépenses d'investissement de +37,1% (+6 MMDH).

De leur côté, les recettes ordinaires poursuivent leur baisse observée depuis début 2026 (-2,5 MMDH sur 12 mois). Les recettes fiscales, principal contributeur aux recettes de l'État, reculent de -5,6% (-2,9 MMDH), en lien avec la baisse des recettes de l'IR.

Ainsi, le solde ordinaire ressort négatif à un plus bas depuis 2016, soit de -23,0 MMDH.

Le besoin de financement s'est établi à 40,9 MMDH, soit +2,0 MMDH en une année, en raison de la réduction du stock des opérations en instance de plus de 6,0 MMDH. Ce besoin a été quasi-entièrement satisfait sur le marché domestique. Ce recours à l'endettement intérieur s'opère dans l'attente de l'activation des tirages extérieurs, estimés à 31 MMDH dans le cadre des prévisions de la LF 2026.

BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN BRUT MOYEN DU TRÉSOR MAÎTRISÉ À MOINS DE 8 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

7,9 MMDH FINANCEMENT INTÉRIEUR BRUT FUTUR⁽³⁾/MOIS

Selon nos estimations, le besoin de financement brut du Trésor d'ici la fin de l'année 2026 devrait s'établir à 108 MMDH. Celui-ci est calculé comme suit :

- Le reliquat de financement du déficit budgétaire ainsi que les arriérés du Trésor, estimés par la LF 2026 à 21,0 MMDH ;
- Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2026 de 86,8 MMDH, dont 74,8 MMDH sur le marché intérieur et 11,8 MMDH sur le marché extérieur.

Selon la LF 2026, l'argentier de l'État devrait couvrir 28,2 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur. Le reliquat de 79,4 MMDH serait satisfait sur le marché domestique.

Par conséquent, le besoin de financement intérieur brut par mois est estimé à 7,9 MMDH. Ce niveau, considéré maîtrisé, n'impliquerait pas de pressions sur l'Offre en BDT. Cette estimation tient compte de la concrétisation de la totalité des financements extérieurs budgétés par la LF 2026 à 31,4 MMDH.

AVIS D'EXPERT

En 2026, le marché obligataire évolue à la croisée de deux forces opposées. D'un côté, des fondamentaux macroéconomiques remarquables favorisant la poursuite de la détente des Taux. Il s'agit de la poursuite de la désinflation, d'un taux de croissance historique et d'une consolidation budgétaire. Les dernières prévisions de BAM anticipent une croissance à +5,6% contre une inflation à 0,8% en 2026E. D'un autre côté, le choc géopolitique du Moyen-Orient alimente les primes de risque et semble freiner temporairement le cycle d'assouplissement monétaire des Banques Centrales. [\[Cf. Taux Directeur - Mars 2026\]](#)

Les tensions haussières des Taux observées depuis le début de l'année 2026 au Maroc sont alimentées par l'intensification des levées du Trésor et plus récemment, par l'intégration des risques inflationnistes en marge du choc énergétique déclenché par la guerre au Moyen-Orient.

Meryeme HADI

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

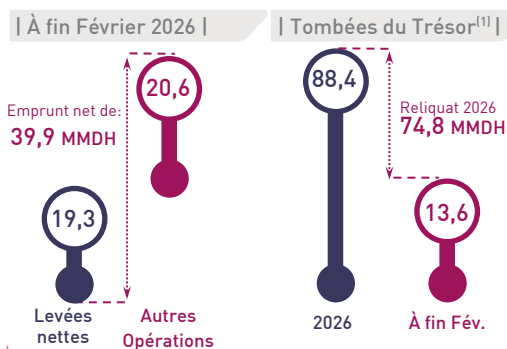
Lamyae OUDGHIRI

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



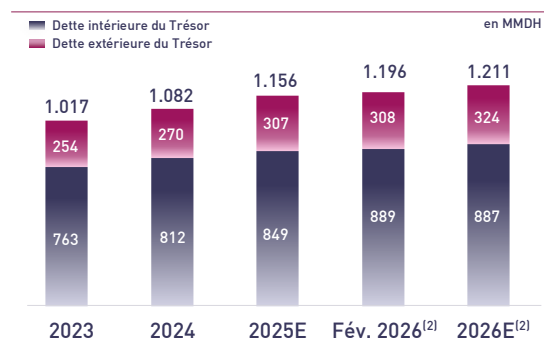
Attijari
Global Research

FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR



(1) Incluant les échanges de BDT

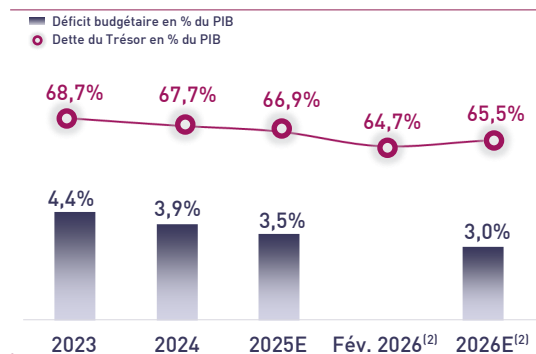
ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



À la lumière des évolutions budgétaires prévues par la LF 2026, le Trésor devrait maîtriser son déficit en 2026E à 55,4 MMDH, soit 3,0% du PIB. La dette du Trésor devrait poursuivre sa hausse en 2026E, atteignant selon nos estimations 1.211 MMDH contre 1.156 MMDH en 2025E :

- (1) La dette intérieure devrait atteindre 887 MMDH en 2026E, en hausse de +4,5% par rapport à son niveau à fin 2025E ;
- (2) La dette extérieure devrait augmenter de +5,7%, passant de 307 MMDH en 2025E à 324 MMDH en 2026E.

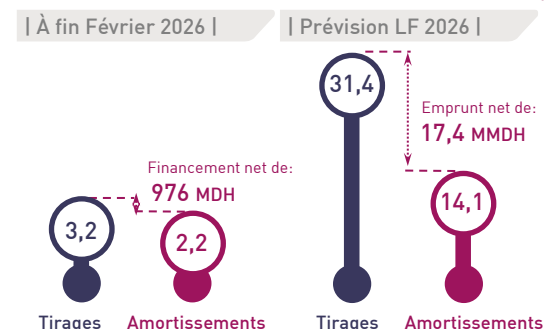
DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



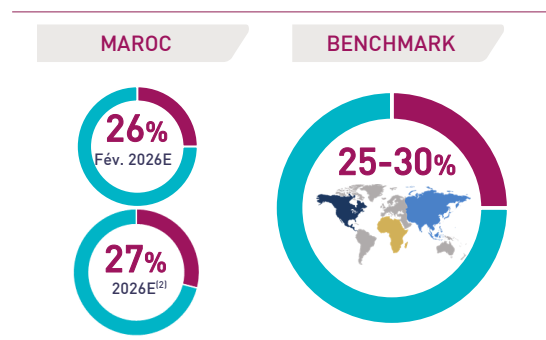
Compte tenu des prévisions de croissance de la LF 2026 pour l'année 2026E à +4,6%, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement à 65,5% du PIB en 2026E. Ce dernier se serait établi à 64,7% à fin février 2026E.

(2) Estimations AGR

FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR



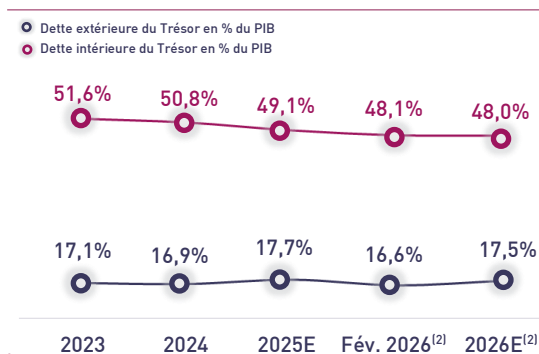
POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



Au terme du mois de février, la dette globale aurait atteint 1.196 MMDH. La composante intérieure se serait établie à 889 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure aurait atteint 308 MMDH.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait rester maîtrisé à 26% à fin février 2026E. Celui-ci devrait légèrement s'accélérer à 27% à fin 2026E. Ce niveau s'inscrit toujours dans l'intervalle de notre Benchmark de référence, soit entre [25%-30%].

ENDETTEMENT INTÉRIEUR vs. EXTÉRIEUR



Plus en détails, l'endettement intérieur devrait reculer à 48,1% en février 2026E et atteindre 48,0% d'ici la fin de l'année 2026E.

Le taux d'endettement extérieur devrait passer de 17,7% à fin 2025E à 17,5% en 2026E. Celui-ci se serait établi à 16,6% à fin février 2026E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



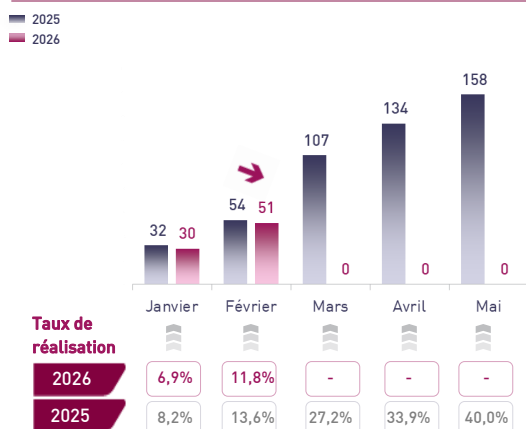
ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN FÉVRIER 2026

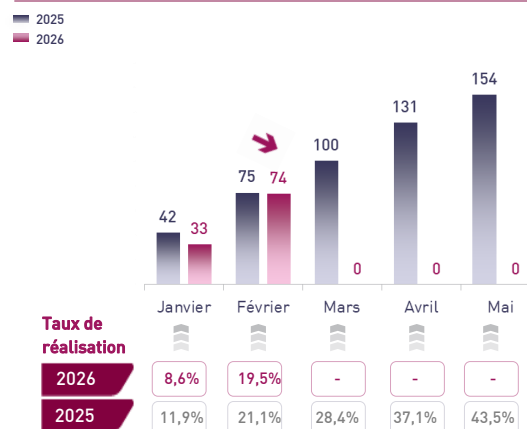
ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN FÉVRIER 2026 |

EN MMDH	Fév. 25	TR Fév. 25	Fév. 26	LF 2026	TR Fév. 26
Recettes fiscales	51,5	16,1%	48,6	366,5	13,3%
Impôts directs (IS+IR)	21,4	15,3%	17,9	164,2	10,9%
Impôts indirects (TVA+TIC)	21,4	15,6%	21,6	159,7	13,5%
Recettes non fiscales	1,2	1,7%	1,4	62,7	2,3%
Recettes ordinaires	53,7	13,6%	51,2	432,8	11,8%
Dépenses ordinaires	74,5	21,1%	73,9	379,4	19,5%
Dépenses de fonctionnement	63,8	21,7%	64,1	324,0	19,8%
Intérêt de la dette publique	6,7	15,8%	7,1	41,6	17,0%
Compensation	4,0	23,6%	2,8	13,9	19,9%
Investissement	16,9	16,0%	23,1	114,8	20,1%
Dépenses globales	78,5	17,1%	85,7	488,2	17,5%
Déficit budgétaire	-24,8	42,6%	-34,5	-55,4	62,1%

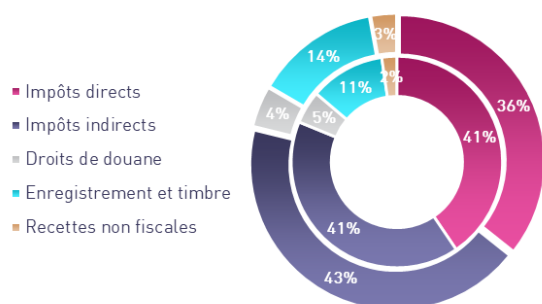
ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



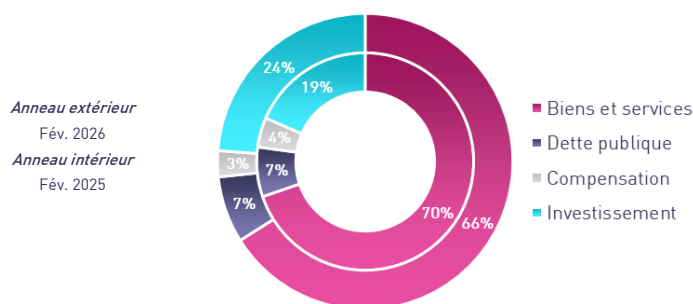
ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



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 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.benromdhane@attijaribank.com.tns

CEMAC - CAMEROUN

Ernest Pouhe
+237 674 11 95 67
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'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 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 préparés 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.

