

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | MARS 2026

BUDGET : UNE TRÉSORERIE RENFORCÉE PAR **LES RENTRÉES FISCALES**

- 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

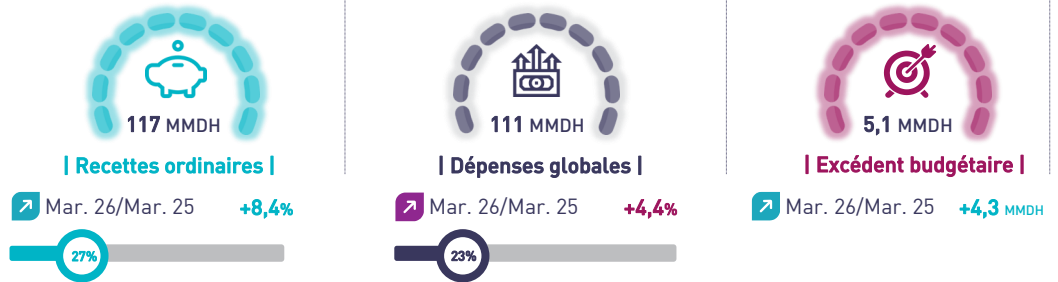


MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

28 AVRIL
2026

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



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

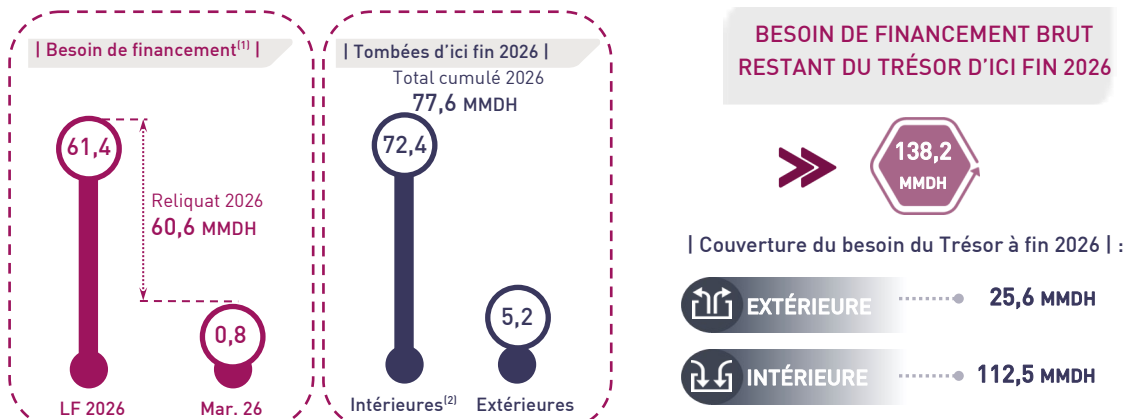
À fin mars 2026, la situation des finances publiques fait ressortir un excédent budgétaire de 5,1 MMDH contre 0,77 MMDH en mars 2025.

Les recettes de l'État ont été soutenues par les leviers fiscaux (IS et IR). Celles-ci ont augmenté de +9,1 MMDH, soit une hausse de +9,2% en une année.

Cette performance des recettes a pu compenser la hausse des dépenses ordinaires de l'État alourdies par le poids des charges de Biens & Services (+1,5 MMDH) et des intérêts de la dette publique (+1,5 MMDH).

De son côté, la charge de compensation a affiché un recul de -1,7 MMDH durant la même période. Ces évolutions se sont traduites par un solde ordinaire de +14,8 MMDH, contre +7,1 MMDH une année auparavant. Tenant compte d'un niveau des arriérés de 5,9 MMDH, le besoin de financement ressort à -796 MDH contre -15,6 MMDH un an auparavant. L'endettement intérieur net s'est établi à 3,8 MMDH. De leur côté, les tirages extérieurs ont avoisiné les 6,0 MMDH durant la même période.

BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN BRUT MOYEN DU TRÉSOR DÉPASSANT LES 12 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

12,5 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 138 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 2026 à 60,6 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2026 de 77,6 MMDH, dont 72,4 MMDH sur le marché intérieur et 5,2 MMDH sur le marché extérieur.

Selon la LF 2026, l'argentier de l'État devrait couvrir 25,6 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur. Le reliquat de 112,5 MMDH serait satisfait sur le marché domestique.

Par conséquent, le besoin de financement intérieur brut par mois est estimé à 12,5 MMDH, contre moins de 8 MMDH estimés un mois auparavant. Ce niveau pourrait impliquer de légères pressions sur l'Offre en BDT. Cette estimation se base sur la concrétisation de la totalité des financements extérieurs prévus en 2026E à 31,4 MMDH.

AVIS D'EXPERT

L'amélioration progressive de la situation du Trésor, portée par les rentrées fiscales importantes du T1-26, particulièrement au niveau de l'IS, se reflète clairement sur les séances d'adjudications du Trésor qui tendent à se normaliser. Un constat qui a induit une nette détente des Taux obligataires durant le mois d'avril 2026, confirmant ainsi le caractère transitoire des tensions haussières enregistrées en début d'année (Cf. AGR Annuel Taux 2025).

En effet, les placements moyens du Trésor sur le marché monétaire depuis le début du T2-26 ont dépassé les 25 MMDH, contre une moyenne de 9,1 MMDH au cours du T1-26. Dans ce contexte, la pression exercée sur l'Offre en BDT s'est nettement atténuée, favorisant un rééquilibrage du couple Offre/Demande sur le marché primaire. Rappelons que le taux de satisfaction de la Demande au cours du mois d'avril 2026 n'a pas dépassé les 10%, soit un plus bas historique.

Meryeme HADI

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

Lamyae OUDGHIRI

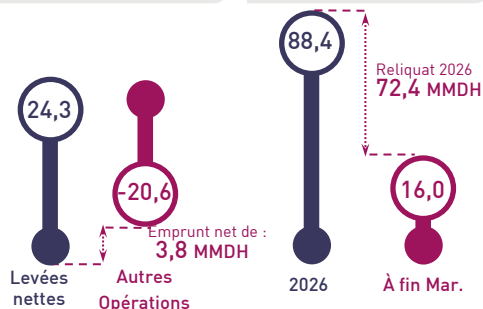
Directeur Activités de Marché
+212 529 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma



Attijari
Global Research

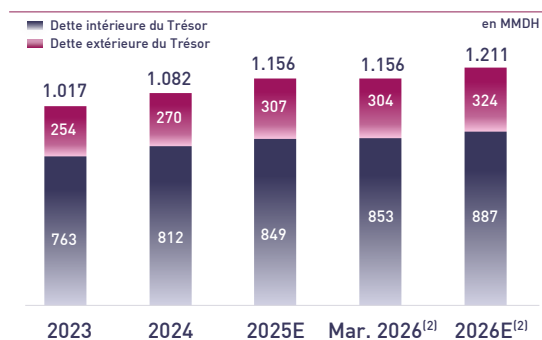
FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin mars 2026 | | Tombées du Trésor⁽¹⁾ |



(1) Incluant les échanges de BDT

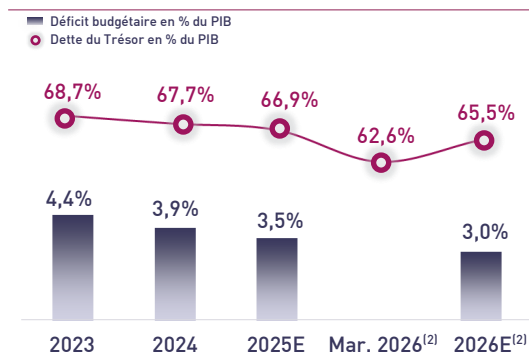
ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



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

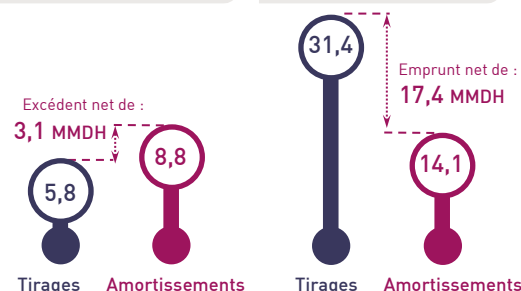


Compte tenu des prévisions de croissance de la LF 2026 pour l'année 2026E à +4,6%, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement à 65,5% du PIB en 2026E. Ce dernier se serait limité à 62,6% à fin mars 2026E.

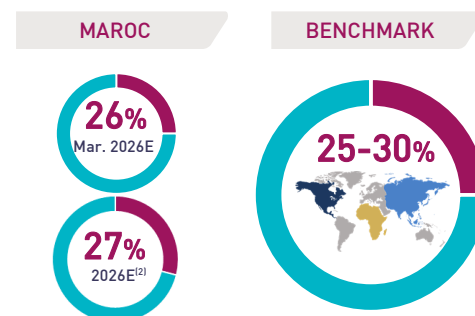
(2) Estimations AGR

FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR

| À fin mars 2026 | | Prév. LF 2026 |



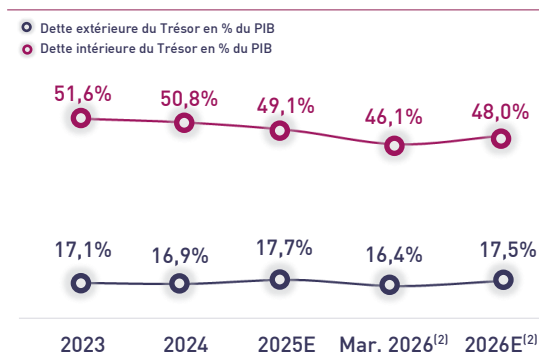
POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



Au terme du mois de mars, la dette globale aurait atteint 1.156 MMDH. La composante intérieure se serait établie à 853 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure aurait atteint 304 MMDH.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait rester maîtrisé à 26% à fin mars 2026E. Celui-ci devrait légèrement s'accroître 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 détail, l'endettement intérieur devrait reculer à 46,1% en mars 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 16,4% à fin mars 2026E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



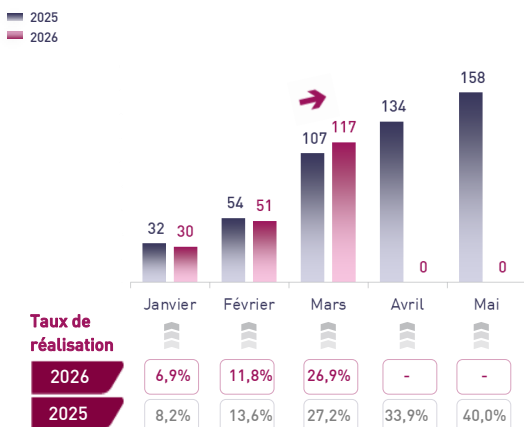
ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN MARS 2026

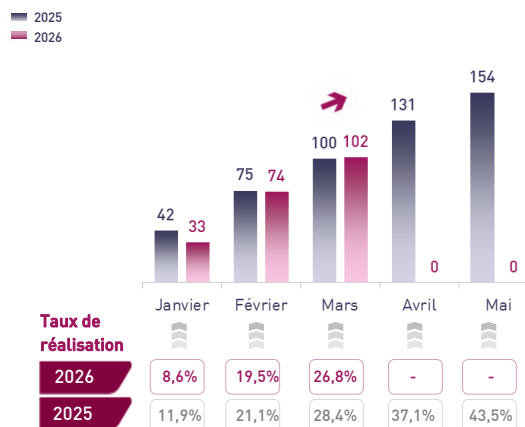
ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN MARS 2026 |

EN MMDH	Mar. 25	TR Mar. 25	Mar. 26	LF 2026	TR Mar. 26
Recettes fiscales	98,3	30,7%	107,4	366,5	29,3%
Impôts directs (IS+IR)	56,7	40,7%	63,4	164,2	38,6%
Impôts indirects (TVA+TIC)	30,2	21,9%	32,0	159,7	20,1%
Recettes non fiscales	7,9	11,0%	7,6	62,7	12,1%
Recettes ordinaires	107,5	27,2%	116,5	432,8	26,9%
Dépenses ordinaires	100,4	28,4%	101,7	379,4	26,8%
Dépenses de fonctionnement	85,0	28,9%	86,4	324,0	26,7%
Intérêts de la dette publique	9,5	22,4%	11,1	41,6	26,7%
Compensation	5,9	34,6%	4,2	13,9	30,2%
Investissement	27,8	26,3%	29,5	114,8	25,7%
Dépenses globales	106,7	23,2%	111,4	488,2	22,8%
Déficit budgétaire	0,8	-1,3%	5,1	-55,4	-9,2%

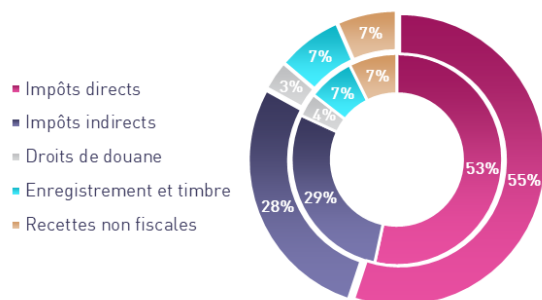
ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



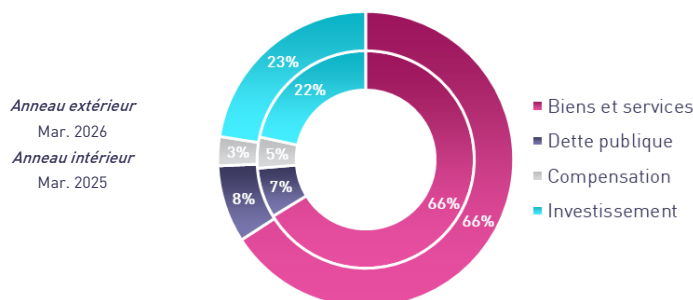
ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



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
+237 674 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'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 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.

