

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | AVRIL 2026

TRÉSOR : LE RÉÉQUILIBRAGE DES SOURCES DE FINANCEMENT S'AMORCE

- 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

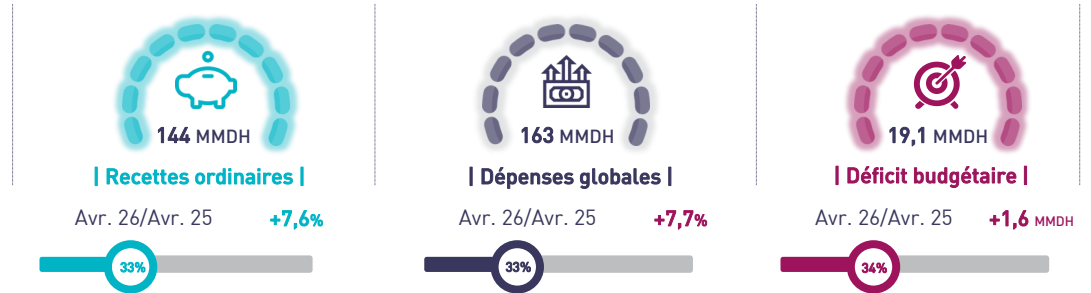


MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

25 MAI 2026

TAUX DE RÉALISATION PAR RAPPORT À LA LF 2026 | À FIN AVRIL 2026 |



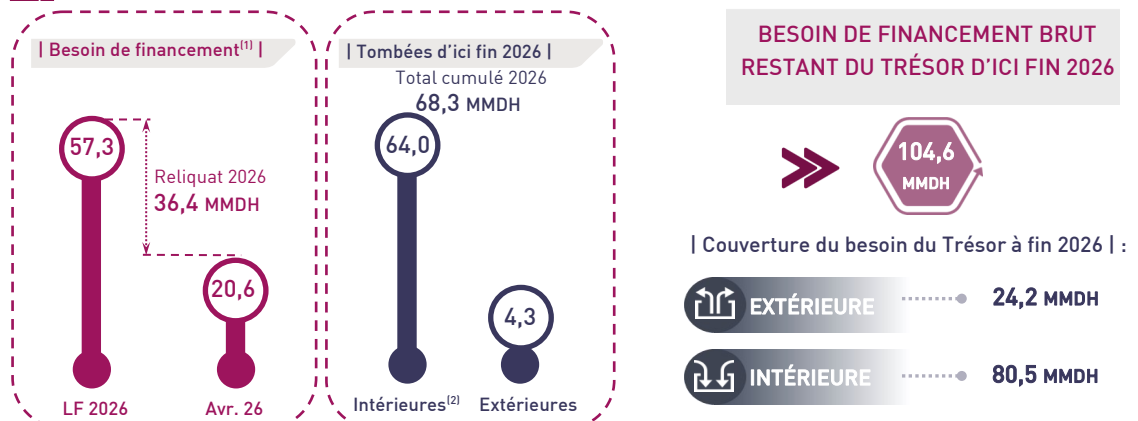
VUE D'ENSEMBLE : POURSUITE DU RECOURS AU MARCHÉ INTÉRIEUR

À fin avril 2026, le déficit budgétaire s'est creusé de 1,6 MMDH à -19,1 MMDH, contre -17,5 MMDH une année auparavant. Une évolution attribuée aux facteurs suivants :

- Une nette amélioration des recettes ordinaires de +7,6% (+10,1 MMDH), portée essentiellement par la bonne tenue des recettes fiscales de l'État. Il s'agit de l'IS qui a augmenté de +9,0 MMDH en une année ;
- Une hausse plus importante des dépenses de +7,7% (+11,7 MMDH). Celle-ci reflète deux tendances contrastées.

D'une part, une hausse des dépenses en termes de biens et services de +12,9 MMDH en une année et des intérêts de la dette publique de +2,2 MMDH. D'autre part, un léger repli de la charge de compensation (-468 MDH), soit un taux de réalisation de plus de 50%.
Tenant compte d'une réduction des opérations en instance de 1,8 MMDH, le besoin de financement du Trésor ressort à 20,9 MMDH. L'endettement intérieur a avoisiné les 20 MMDH à fin avril 2026, permettant de financer la totalité de ce besoin.

BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN BRUT MOYEN DU TRÉSOR AUTOUR DES 10 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

10,1 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 105 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 36,4 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2026 de 68,3 MMDH, dont 64,0 MMDH sur le marché intérieur et 4,3 MMDH sur le marché extérieur.

Selon la LF 2026, l'argentier de l'État devrait couvrir 24,2 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur. Le reliquat de 80,5 MMDH serait satisfait sur le marché domestique.

Le besoin de financement intérieur brut par mois est estimé à 10,1 MMDH, contre une prévision initiale de 12 MMDH un mois auparavant. Ce niveau ne devrait pas impliquer de fortes pressions sur l'Offre en BDT suite à la récente émission Eurobond du Maroc de 2,25 MME.

AVIS D'EXPERT

L'activation récente d'une rallonge budgétaire de 20 MMDH reflète la volonté de l'État d'accompagner les priorités économiques et sociales dans un contexte international toujours marqué par une forte volatilité. Cette enveloppe couvre principalement les mesures de soutien au pouvoir d'achat, les dépenses liées aux récentes inondations ainsi que certains ajustements budgétaires exceptionnels.

Cette orientation ne devrait pas générer de tensions significatives sur le marché des BDT. Le retour du Maroc sur le marché international à travers un Eurobond de 2,25 MME contribue à rééquilibrer les sources de financement du Trésor et à atténuer les pressions sur le compartiment domestique. Avec cette levée en devises, le Trésor devrait réaliser l'ensemble de ses tirages extérieurs prévus dans le cadre de la LF-26, soit de 31,4 MMDH en 2026E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

Meryeme HADI

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

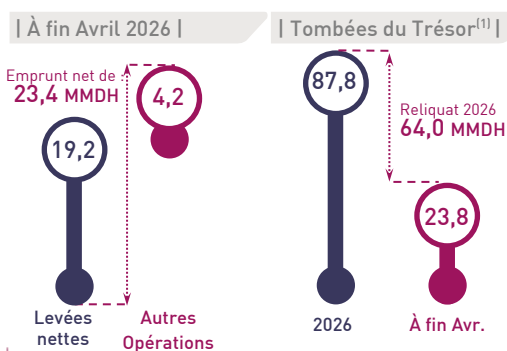
Lamyae OUDGHIRI

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



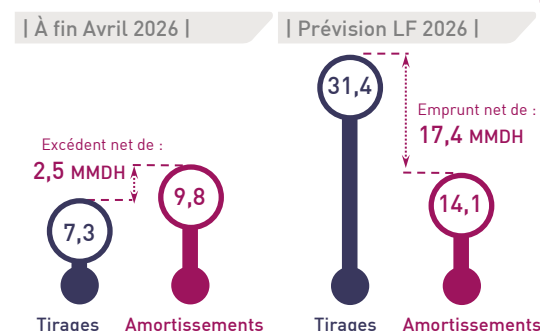
Attijari
Global Research

FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR

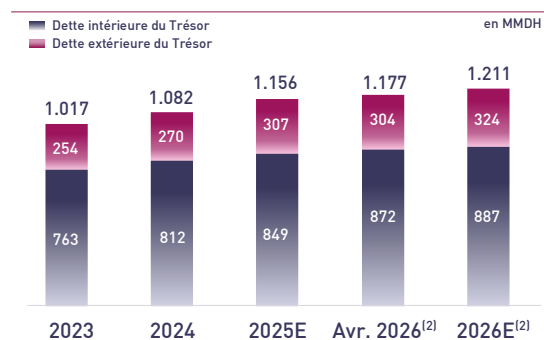


(1) Incluant les échanges de BDT

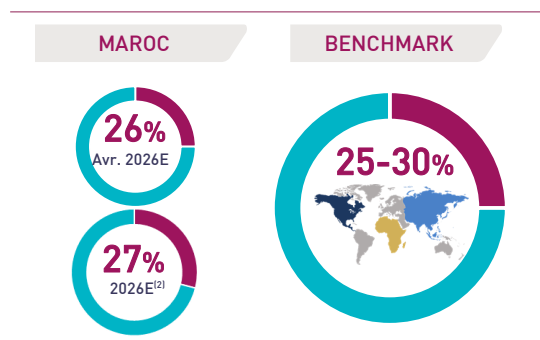
FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR



ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



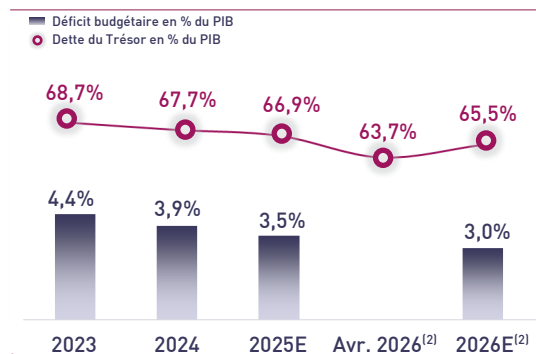
À la lumière des évolutions budgétaires prévues par la LF 2026, le Trésor devrait maîtriser son déficit en 2026E à 55,4 MMDH, soit 3,0% du PIB. La dette du Trésor devrait poursuivre sa hausse en 2026E, atteignant selon nos estimations 1.211 MMDH contre 1.156 MMDH en 2025E :

- (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.

Au terme du mois d'avril, la dette globale aurait atteint 1.177 MMDH. La composante intérieure se serait établie à 872 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure aurait atteint 304 MMDH.

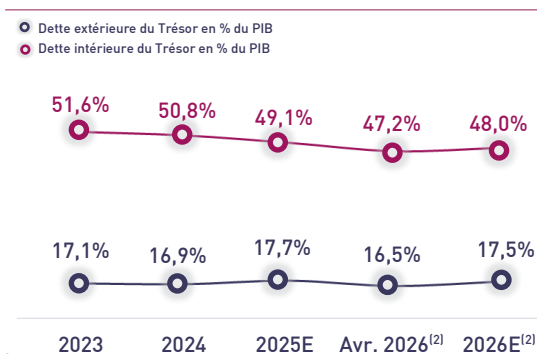
Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait rester maîtrisé à 26% à fin avril 2026E. Celui-ci devrait légèrement s'accélérer à 27% à fin 2026E. Ce niveau s'inscrit toujours dans l'intervalle de notre Benchmark de référence, soit entre [25%-30%].

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 63,7% à fin avril 2026E.

ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



Plus en détail, l'endettement intérieur devrait reculer à 47,2% en avril 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 16,5% à fin avril 2026E.

(2) Estimations AGR

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



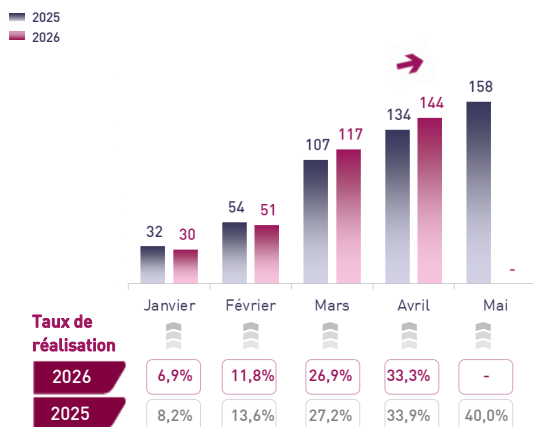
ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN AVRIL 2026

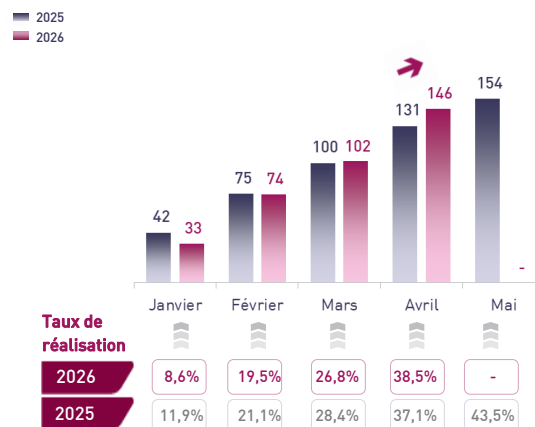
ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN AVRIL 2026 |

| EN MMDH | Avr. 25 | TR Avr. 25 | Avr. 26 | LF 2026 | TR Avr. 26 |
|-------------------------------|---------|------------|---------|---------|------------|
| Recettes fiscales | 122,6 | 38,3% | 133,5 | 366,5 | 36,4% |
| Impôts directs (IS+IR) | 65,3 | 46,9% | 73,0 | 164,2 | 44,4% |
| Impôts indirects (TVA+TIC) | 42,9 | 31,1% | 45,0 | 159,7 | 28,2% |
| Recettes non fiscales | 9,6 | 13,4% | 8,6 | 62,7 | 13,7% |
| Recettes ordinaires | 133,9 | 33,9% | 144,0 | 432,8 | 33,3% |
| Dépenses ordinaires | 131,4 | 37,1% | 146,0 | 379,4 | 38,5% |
| Dépenses de fonctionnement | 110,1 | 37,4% | 123,0 | 324,0 | 38,0% |
| Intérêts de la dette publique | 13,7 | 32,2% | 15,9 | 41,6 | 38,2% |
| Compensation | 7,6 | 44,3% | 7,1 | 13,9 | 51,4% |
| Investissement | 34,9 | 33,1% | 43,6 | 114,8 | 38,0% |
| Dépenses globales | 151,4 | 33,0% | 163,1 | 488,2 | 33,4% |
| Déficit budgétaire | - 17,5 | 30,1% | - 19,1 | - 55,4 | 34,4% |

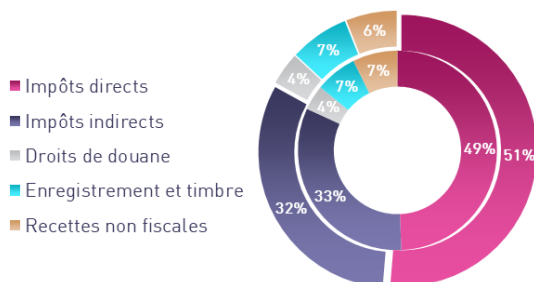
ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



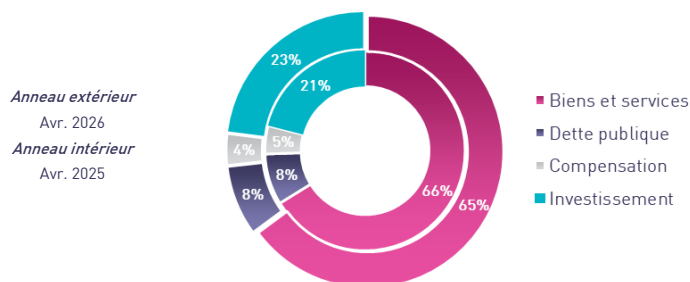
ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



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 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.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'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 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.

