

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | MAI 2026

TRÉSOR : LA **COMPENSATION**, UN RISQUE BUDGÉTAIRE À **SURVEILLER**

- 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

Rapport destiné aux institutionnels

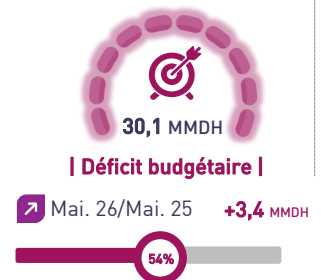
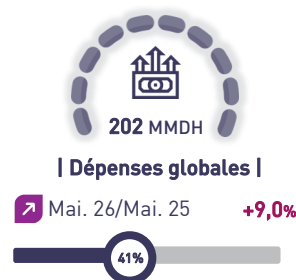


MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

10 JUILLET
2026

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



VUE D'ENSEMBLE : L'ÉMISSION EUROBOND ALLÈGE LE RECOURS AU MARCHÉ INTÉRIEUR

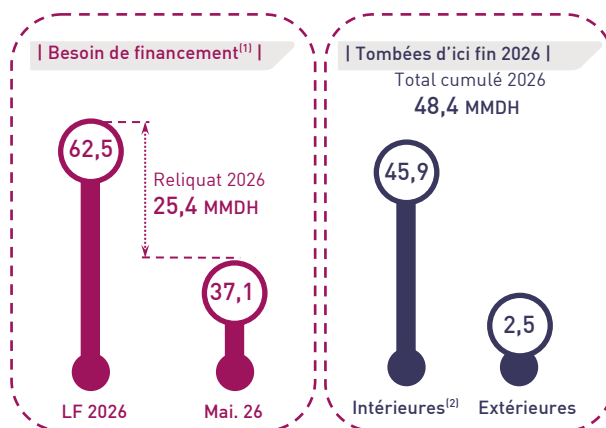
À fin mai 2026, le déficit budgétaire se creuse de 3,4 MMDH à -30,1 MMDH, contre -26,7 MMDH une année auparavant. À l'analyse de la situation des charges et des ressources, nous relevons :

- Une nette amélioration des recettes ordinaires de +8,4%, soit +13,3 MMDH, portée par la bonne tenue des recettes fiscales, principalement l'IR qui a augmenté de +9,2 MMDH en une année ;
- Une hausse plus importante des dépenses de +9,0%, soit +16,6 MMDH à fin mai 2026.

En effet, en dépit de la maîtrise du coût de la compensation, les dépenses ordinaires ont connu une hausse importante. À l'origine, l'augmentation de +16,2 MMDH en une année des dépenses en B&S et de +2,0 MMDH des intérêts de la dette publique.

Tenant compte des opérations en instance de 7,0 MMDH, le besoin de financement du Trésor ressort à 37,1 MMDH au terme de cette période. Les tirages extérieurs s'élèvent à plus de 32 MMDH à fin mai 2026 en lien avec la dernière sortie à l'international du Trésor, permettant de financer 57% de ce besoin.

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



BESOIN DE FINANCEMENT BRUT RESTANT DU TRÉSOR D'ICI FIN 2026



| Couverture du besoin du Trésor à fin 2026 | :



1) Déficit budgétaire incluant les arriérés du Trésor 3) Sur le marché des adjudications de BDT et à travers les autres opérations de financement intérieur
2) Données Salles des marchés Attijariwafa bank

10,5 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 74 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 25,4 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2026 de 48,4 MMDH, dont 45,9 MMDH sur le marché intérieur et 2,5 MMDH sur le marché extérieur.

À fin mai 2026, le Trésor a légèrement dépassé les tirages extérieurs prévus par la LF 2026, soit 31,4 MMDH, suite à la récente émission Eurobond du Maroc de 2,25 MM€ au cours du mois de mai 2026. À cet effet, la totalité du besoin de financement brut du Trésor devrait être satisfaite sur le marché domestique.

Le besoin de financement intérieur brut par mois est estimé à 10,5 MMDH. Selon nous, ce niveau ne devrait pas impliquer de fortes pressions sur l'Offre en BDT.

AVIS D'EXPERT

La charge de compensation redevient un point de vigilance dans l'exécution budgétaire 2026. À fin mai 2026, son taux de réalisation dépasse les 65%, traduisant une consommation avancée des crédits budgétaires. Cette situation intervient dans un contexte international marqué par une volatilité des prix énergétiques. Le reflux récent des intrants énergétiques, à la suite de l'apaisement des tensions au détroit d'Ormuz, constitue un facteur d'assurance sur le CT pour la trajectoire des charges de compensation. Néanmoins, la faible marge restante sur l'enveloppe annuelle maintient un risque sur le Budget au S2-26, particulièrement en cas de nouveau choc sur les prix du gaz butane ou des produits alimentaires subventionnés.

À ce stade, l'impact sur le marché domestique des BDT devrait rester contenu, grâce notamment à la récente émission Eurobond qui a permis de sécuriser les tirages extérieurs prévus par la LF-26, ainsi qu'à la rallonge budgétaire de 20 MMDH destinée à accompagner les dépenses exceptionnelles de l'État.

Meryeme HADI

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

Lamyae OUDGHIRI

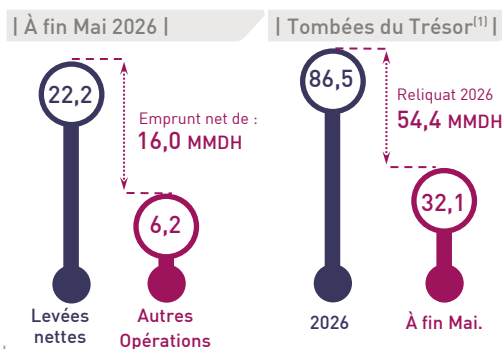
Directeur Activités de Marché
+212 529 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma



Attijari
Global Research

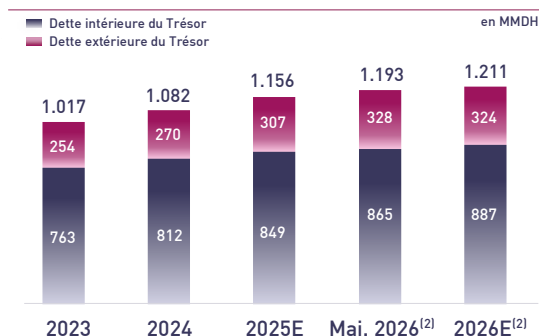
Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR



(1) Incluant les échanges de BDT

ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR

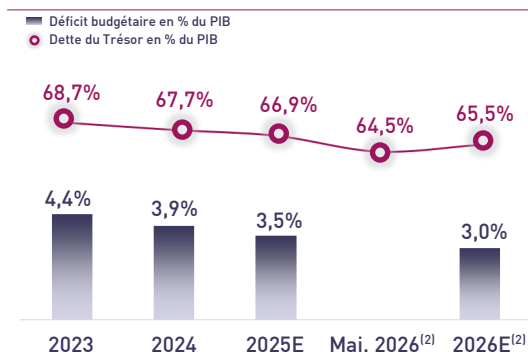


À la lumière des évolutions budgétaires prévues par la LF 2026, le Trésor devrait maîtriser son déficit en 2026E à 55,4 MMDH, soit 3,0% du PIB. La dette du Trésor devrait poursuivre sa hausse en 2026E, atteignant selon nos estimations 1.211 MMDH contre 1.156 MMDH en 2025E :

- (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.

Au terme du mois de mai, la dette globale aurait atteint

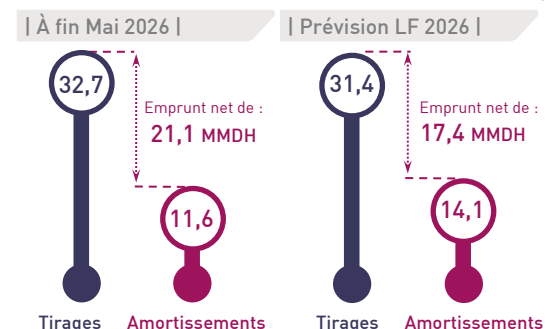
DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



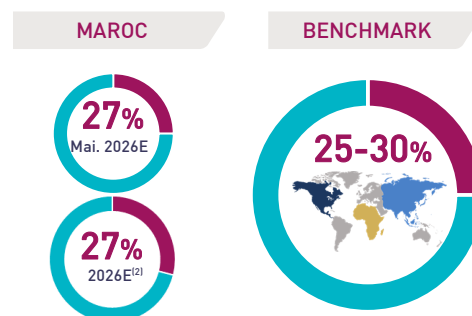
Compte tenu des prévisions de croissance de la LF 2026 pour l'année 2026E à +4,6%, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement à 65,5% du PIB en 2026E. Ce dernier se serait limité à 64,5% à fin mai 2026E.

(2) Estimations AGR

FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR



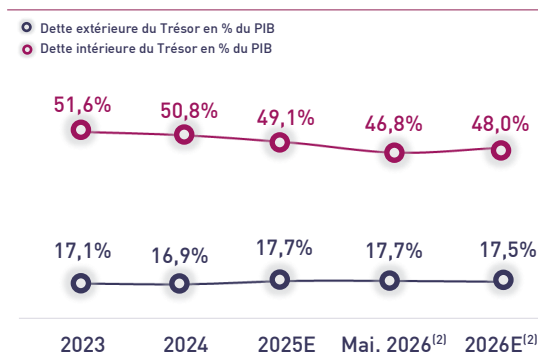
POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



1.193 MMDH. La composante intérieure se serait établie à 865 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure aurait atteint 328 MMDH.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor devrait rester maîtrisé à 27% à fin mai 2026E, et ce malgré la dernière émission Eurobond du Maroc. Celui-ci devrait se maintenir au même niveau jusqu'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 aurait reculé à 46,8% en mai 2026E et devrait atteindre 48,0% d'ici la fin de l'année 2026E.

Le taux d'endettement extérieur aurait atteint 17,7% à fin mai 2026E et devrait se stabiliser autour de 17,5% à fin 2026E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



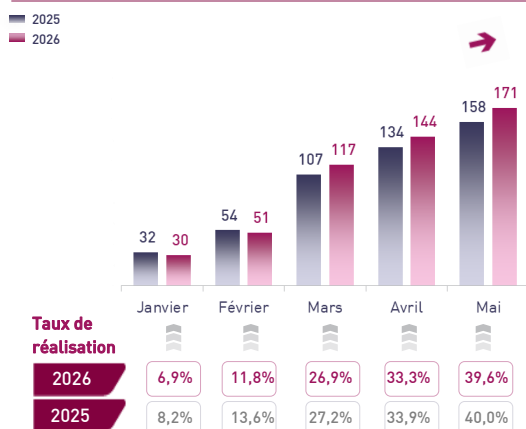
ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN MAI 2026

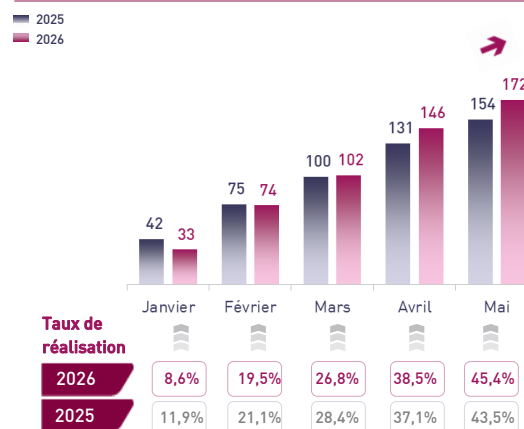
ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN MAI 2026 |

EN MMDH	Mai. 25	TR Mai. 25	Mai. 26	LF 2026	TR Mai. 26
Recettes fiscales	144,3	45,1%	155,8	366,5	42,5%
Impôts directs (IS+IR)	72,0	51,7%	80,4	164,2	48,9%
Impôts indirects (TVA+TIC)	54,7	39,7%	56,8	159,7	35,6%
Recettes non fiscales	11,9	16,7%	13,4	62,7	21,4%
Recettes ordinaires	158,2	40,0%	171,4	432,8	39,6%
Dépenses ordinaires	153,9	43,5%	172,1	379,4	45,4%
Dépenses de fonctionnement	129,5	44,0%	145,7	324,0	45,0%
Intérêts de la dette publique	15,3	36,0%	17,3	41,6	41,7%
Compensation	9,1	53,1%	9,1	13,9	65,9%
Investissement	43,7	41,4%	51,1	114,8	44,5%
Dépenses globales	184,9	40,2%	201,5	488,2	41,3%
Déficit budgétaire	- 26,7	45,9%	- 30,1	- 55,4	54,3%

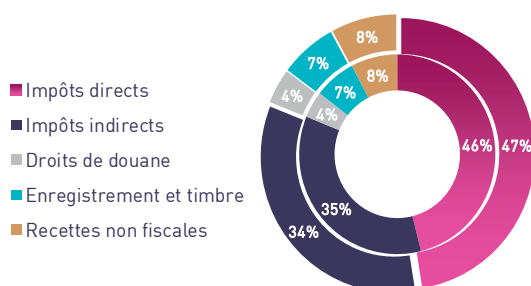
ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



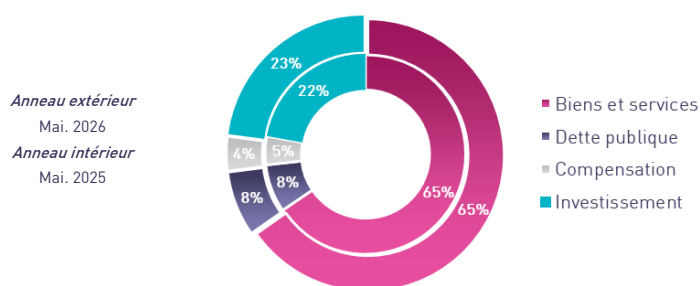
ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



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 Ulдерic 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.benrhomdane@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 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 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 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, 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.