

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | JUILLET 2026

TRÉSOR : UN RECOURS DOMESTIQUE ALLÉGÉ POUR LE RESTE DE L'ANNÉE

- 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

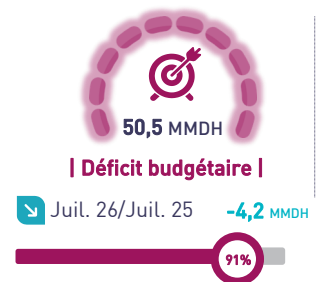
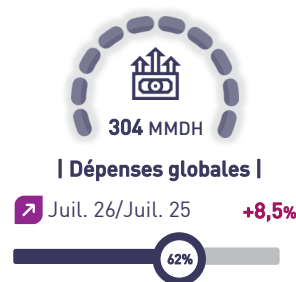
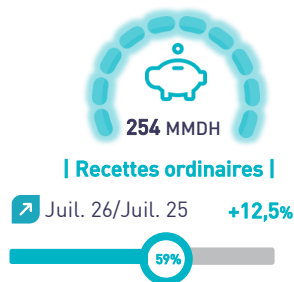


MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

18 SEPTEMBRE
2026

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



VUE D'ENSEMBLE : UN DÉFICIT IMPORTANT EN DÉPIT DE LA HAUSSE DES RECETTES DE L'ÉTAT

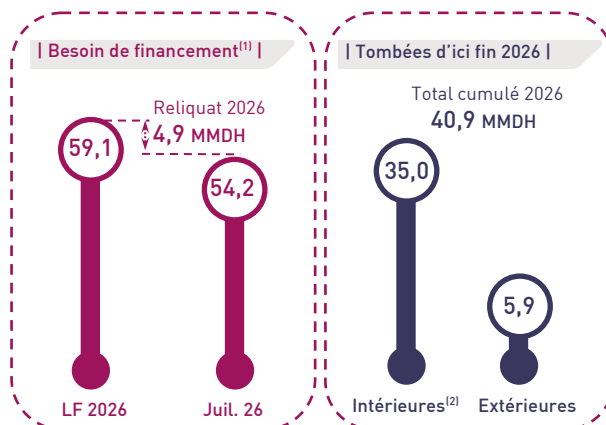
À fin juillet 2026, le déficit budgétaire s'allège de 4,2 MMDH en une année pour atteindre -50,5 MMDH. Celui-ci s'est toutefois creusé en un mois de 26,5 MMDH. L'examen des charges et ressources du Trésor révèle plusieurs dynamiques majeures :

- (1) D'une part, les recettes ordinaires enregistrent une hausse de +12,5% (+28,2 MMDH), soutenue par la bonne tenue des recettes fiscales. En effet, l'IS augmente de +13,8 MMDH en glissement annuel ;
- (2) D'autre part, les dépenses globales augmentent de +8,5% (+23,9 MMDH) en lien avec la hausse des

dépenses ordinaires (+30,1 MMDH), soit les dépenses en B&S (+25,2 MMDH), les intérêts de la dette publique (+3,7 MMDH) et la charge de compensation (+1,3 MMDH). Une exécution supplémentaire de +8,5 MMDH a également été enregistrée au niveau des investissements.

Le besoin de financement s'établit à 54,2 MMDH contre 74,8 MMDH un an plus tôt. Les tirages extérieurs dépassent les 40,0 MMDH à fin juillet 2026, permettant de couvrir la moitié de ce besoin.

BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN BRUT MOYEN DU TRÉSOR MAÎTRISÉ À 5 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

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



| Couverture du besoin du Trésor à fin 2026 | :



5,2 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 45,8 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 4,9 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2026 de 40,9 MMDH, dont 35,0 MMDH sur le marché intérieur et 5,9 MMDH sur le marché extérieur.

Selon la LF 2026, l'argentier de l'État devrait couvrir 19,8 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur. Le reliquat de 26,0 MMDH serait satisfait sur le marché domestique.

L'estimation du besoin de financement intérieur brut par mois a été nettement réduite à 5,2 MMDH. Selon nous, ce niveau ne devrait pas induire de pressions haussières sur l'Offre en BDT durant le reste de l'année 2026.

AVIS D'EXPERT

À fin juillet 2026, les recettes au titre des mécanismes de financements innovants ressortent à 9,9 MMDH, soit près de 50% de l'enveloppe annuelle prévue par la LF-26, fixée à 20 MMDH. Une configuration différente des exercices précédents, au cours desquels le recours à cet instrument est passé de 11,9 MMDH en 2021 à 40,1 MMDH en 2025, avec des réalisations dépassant systématiquement les prévisions des LF. Le rythme de mobilisation observé à fin juillet apparaît compatible avec cet objectif de la LF. En effet, un reliquat de 10 MMDH à mobiliser d'ici décembre suffirait à boucler l'exercice sans dépassement.

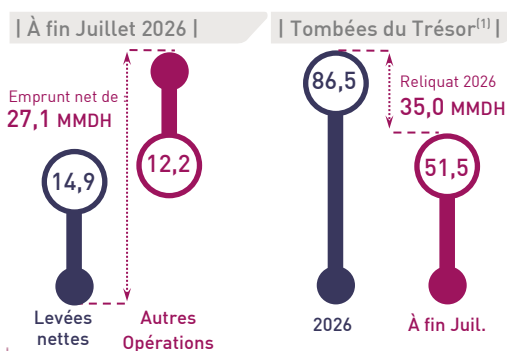
Notre scénario central table sur une réalisation proche de l'enveloppe LF-26 à fin 2026, soit autour de 20 MMDH. Ce niveau, inférieur à la moyenne de 38 MMDH observée sur 2024-2025, devrait continuer d'atténuer l'effet d'éviction exercé par les financements innovants sur le marché des adjudications. Un dépassement de l'enveloppe au S2-26, à l'image de la période 2022-2025, demeure néanmoins un scénario à surveiller. Celui-ci constituerait un facteur de pression additionnelle sur le marché des Taux.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

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

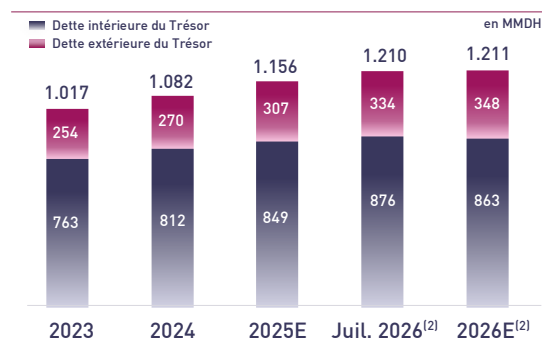
Lamyae OUDGHIRI
Directeur Activités de Marché
+212 529 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma

FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR



(1) Incluant les échanges de BDT

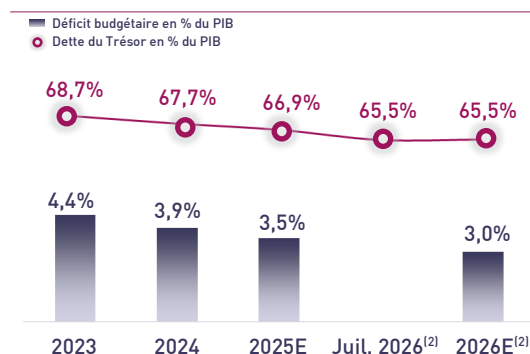
ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



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 863 MMDH en 2026E, en hausse de +1,7% par rapport à son niveau à fin 2025E ;
- (2) La dette extérieure devrait augmenter de +13,4%, passant de 307 MMDH en 2025E à 348 MMDH en 2026E.

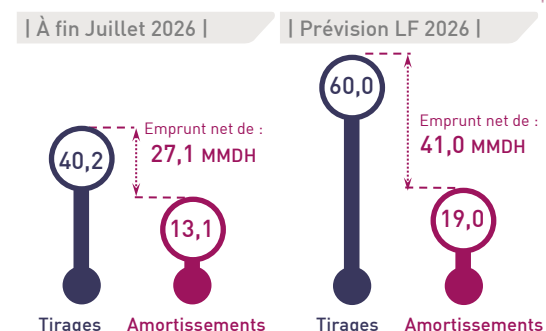
DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



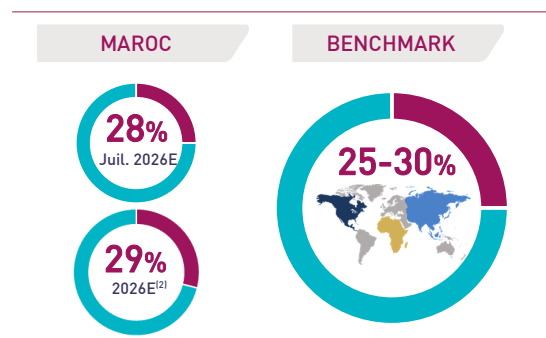
Compte tenu des prévisions de croissance de la LF 2026 pour l'année 2026E à +4,6%, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement à 65,5% du PIB en 2026E. Ce dernier aurait atteint ce même niveau à fin juillet 2026E.

(2) Estimations AGR

FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR



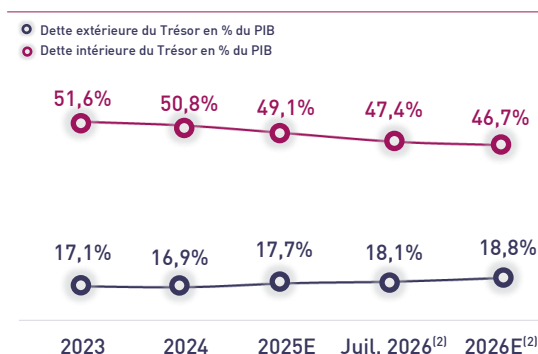
POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



Au terme du mois de juillet, la dette globale aurait atteint 1.210 MMDH. La composante intérieure se serait établie à 876 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure aurait atteint 334 MMDH.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor aurait atteint 28% à fin juillet 2026E, reflétant l'effet de la dernière sortie à l'international de 2,25 M€ en mai dernier. Celui-ci devrait atteindre 29% 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 atteint 47,4% en juillet 2026E et devrait s'établir à 46,7% d'ici la fin de l'année 2026E.

Le taux d'endettement extérieur aurait atteint 18,1% à fin juillet 2026E et devrait avoisiner les 19,0% à fin 2026E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



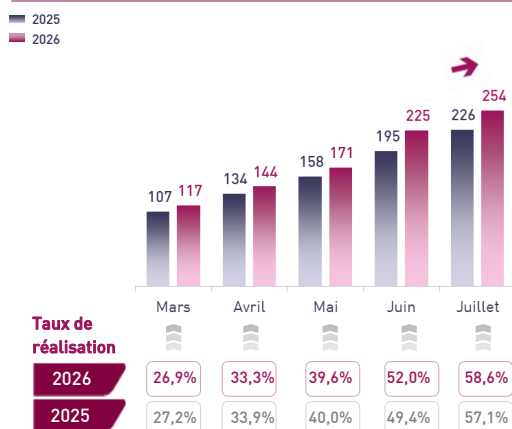
ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN JUILLET 2026

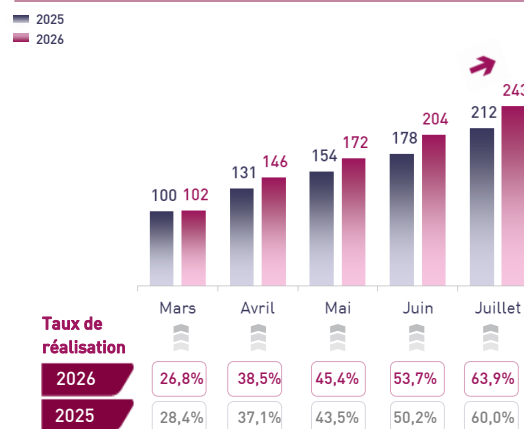
ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN JUILLET 2026 |

EN MMDH	Jul. 25	TR Jul. 25	Jul. 26	LF 2026	TR Jul. 26
Recettes fiscales	201,8	63,1%	223,8	366,5	61,1%
Impôts directs (IS+IR)	100,6	72,2%	115,1	164,2	70,1%
Impôts indirects (TVA+TIC)	77,9	56,6%	82,6	159,7	51,7%
Recettes non fiscales	21,1	29,5%	27,0	62,7	43,1%
Recettes ordinaires	225,6	57,1%	253,8	432,8	58,6%
Dépenses ordinaires	212,5	60,0%	242,6	379,4	63,9%
Dépenses de fonctionnement	174,7	59,4%	199,9	324,0	61,7%
Intérêts de la dette publique	26,1	61,3%	29,8	41,6	71,6%
Compensation	11,7	68,2%	12,9	13,9	93,4%
Investissement	60,8	57,6%	69,3	114,8	60,4%
Dépenses globales	280,3	61,0%	304,3	488,2	62,3%
Déficit budgétaire	- 54,7	94,0%	- 50,5	- 55,4	91,1%

ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES

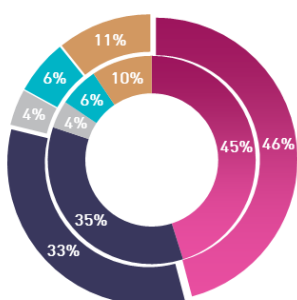


ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



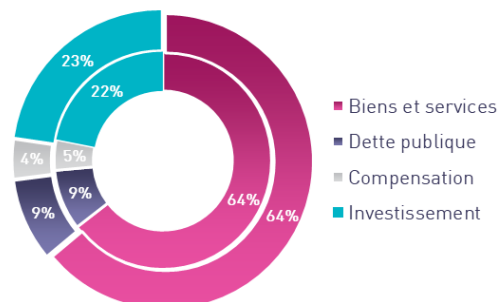
ANNEXE 4 : RÉPARTITION DES RECETTES DU TRÉSOR

- Impôts directs
- Impôts indirects
- Droits de douane
- Enregistrement et timbre
- Recettes non fiscales



ANNEXE 5 : RÉPARTITION DES DÉPENSES DU TRÉSOR

Anneau extérieur
Juillet 2026
Anneau intérieur
Juillet 2025



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.iraqui@attijari.ma Casablanca
SENIOR ASSOCIATE Mahat Zerhouni +212 5 29 03 68 16 m.zerhouni@attijari.ma Casablanca	SENIOR ASSOCIATE Meryeme Hadi +212 5 22 49 14 82 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 Ghali Bahiri +212 5 22 49 14 82 g.bahiri@attijari.ma Casablanca	FINANCIAL ANALYST Soufiane Khelloufi +212 5 22 49 14 82 s.khelloufi@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@aattijariwafa.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 risque. 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.